

Reviderad Svensk kod för bolagsstyrning

En studie av dess påverkan på svensk bolagsstyrning

Abstract

The debate about questions concerning corporate governance has intensified in Sweden the last decade. From July 1st 2008, the Swedish Code for Corporate Governance was extended to comprise all Swedish companies listed on the OMX Nordic Exchange Stockholm. Our aim with this master thesis is to examine the effect of the Revised Code on Swedish corporate governance and in particular its contribution to creating value or costs. We do this through a qualitative study of 22 interviews with representatives for different interests. With our study, we have found that the Revised Code in several areas has had considerable influence on Swedish corporate governance. It can both contribute to the creation of value for the owners and to the rise of increased costs.

Författare: Erica Gustavsson, 20295
Madeleine Karlsson, 20675
Handledare: Erik Nerep
Opponent: Carolina Carlsen, 20308
Nicoleta Coman, 20327
Framläggning: 2008-12-15, kl 13.00-15.00

Innehållsförteckning

1 Inledning	3
1.1 Bakgrund	3
1.2 Syfte och problemdiskussion	3
1.3 Avgränsningar	4
1.4 Definitioner	4
1.5 Disposition	4
2 Metod	6
2.1 Forskningsansats	6
2.1.1 Val av undersökningsmetod	6
2.2 Empirisk metod	7
2.2.1 Intervjuer	7
2.2.1.2 Tillvägagångssätt vid intervjuer	7
2.2.1.2 Urval vid intervjuer	8
2.2.3 Litteratur	9
2.3 Metodkritik	9
3 Teori	11
3.1 Shareholder Value	11
3.1.1 Agentteorin	11
3.2 Organisationsteori	13
3.2.1 Byråkrati	13
3.2.2 Entreprenörskap	15
3.3 Tidigare forskning	15
4 Svensk Kod för bolagsstyrning	17
4.1 Internationell utveckling av bolagsstyrningskoder	17
4.2 Framväxten av den reviderade Koden	18
4.3 Den reviderade Kodens innehåll	20
4.3.1 Bolagsstämma	21
4.3.2 Valberedning	21
4.3.3 Styrelse	22
4.3.4 Ersättningsutskott	23
4.3.5 Revisionsutskott	23
4.4 Kollegiet för svensk bolagsstyrning	24
5 Empiri	26
5.1 Den svenska Ägarmodellen	26
5.1.1 Bakgrund och den svenska ägarmodellens utveckling	26
5.1.2 De nya ägarna	27
5.1.3 Röstvärdedifferentieringens påverkan på bolagsstyrning	28
5.1.4 Andra modeller för bolagsstyrning växer fram	29
5.1.5 Ägarstrukturens påverkan på behovet av en bolagsstyrningskod	30
5.2 Den svenska modellen för bolagsstyrning	32

5.2.1	De fyra bolagsorganen	33
5.2.2	Kodens bidrag till ökad förståelse för den svenska bolagsstyrningsmodellen	35
5.2.3	Kodens betydelse för ökat förtroende	37
5.2.4	Investerares intresse för Koden	37
5.2.5	Kodens inverkan på företagens bolagsstyrning	39
5.2.6	Spel för galleriet?	40
5.2.7	Avvikelser från Koden och "Marknadens dom"	41
5.2.8	Kodens nytta i förhållande till dess resursanspråk	42
5.2.9	Valberedningar	44
5.2.10	Kodens bidrag till förbättring av intern kontroll	47
5.2.11	Självreglering eller lagstiftning?	48
5.2.12	Nya EG-direktiv och Kodens framtid	50
5.2.13	Kan Koden förhindra företagsskandaler i framtiden?	52
6	Analys	54
6.1	Koden – ökade eller minskade agentkostnader?	54
6.2	Koden – balans mellan byråkrati och entreprenörskap?	58
7	Slutsatser	61
8	Resultatens tillförlitlighet och källkritik	62
9	Källförteckning	63

1 Inledning

I detta avsnitt redogör vi kort för bakgrunden till bolagsstyrning. Vi beskriver därefter syftet med vår undersökning. Avslutningsvis presenteras avgränsningar, definitioner och uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

Debatten kring regelverk för bolagsstyrning har sitt ursprung i USA. Diskussioner bildades som en konsekvens av separationen mellan ägande och kontroll (Skog 2005, s. 11-12). Efter millennieskiftet intensifierades debatten till följd av förtroendereduceringen som de stora redovisningsskandalerna, Worldcom och Enron, innebar. Reduceringen medförde att det blev viktigt att snabbt återställa förtroendet för näringslivet, vilket resulterade i att det amerikanska bolagsstyrningsområdet lagstiftades 2002 med införandet av den så kallade Sarbanes-Oxley Act (Hammar skiöld och Hein 2004-05, s. 508). I Europa har utveckling inom bolagsstyrningsområdet främst letts av Storbritannien, där den så kallade Cadbury-rapporten kom att bli en inspirationskälla. Denna rapport medförde ingen lagstiftning, utan antog formen av självreglering i form av en kod. De flesta Europeiska länder har därefter utvecklat egna nationella bolagsstyrningskoder. Ett försök till harmonisering av dessa bedrivs för närvarande av den Europeiska Unionen (Sevenius 2007, s. 43-44). I Sverige har bolagsstyrningsdebatten pågått sedan 1980-talet, med en intensifiering under det senaste decenniet (Hammar skiöld & Hein, 2004-05, s. 505). Det var dock först i samband med de stora företagsskandalerna, Trustor och Skandia, tillsammans med ett ökat internationellt tryck på bolagsstyrningsfrågor, som en Svensk kod för bolagsstyrning kom upp på dagordningen (Sevenius, 2007, s. 46).

1.2 Syfte och problemdiskussion

Syftet med vår uppsats är att studera svenskt bolagsstyrning, och hur den har kommit att påverkas av den reviderade Svenska koden för bolagsstyrning. Vi ämnar undersöka huruvida bolagsstyrningskoden resulterar i ett mervärde eller en merkostnad för dels de företag som omfattas av den, dels dess aktieägare och potentiella investerare.

När den första versionen av Svensk kod för bolagsstyrning skulle införas startade en het debatt kring hur företagens bolagsstyrning skulle påverkas. Stark kritik väcktes mot Kodens införande, men med tiden har denna debatt dock avmattats. Visst nytt liv väcktes emellertid i frågan då den ursprungliga Koden reviderades och breddades för att från 1 juli 2008 omfatta samtliga bolag noterade på OMX Nordic Exchange Stockholm. Vi finner det intressant att undersöka uppfattningen av den reviderade Koden hos både nya och gamla tillämpare.

1.3 Avgränsningar

I vårt arbete har vi inte undersökt uppfattningen av alla Kodens delar, utan helhetsintrycket. Vi har låtit våra respondenter lyfta fram de partier som de ansett tillföra mervärde respektive merkostnad. Detta har medfört att vissa delar av Koden har lämnats ett större utrymme än andra, exempelvis valberedning och intern kontroll.

1.4 Definitioner

Koden	reviderad Kod för svensk bolagsstyrning
Large Cap	Nordic Large Cap; nordiska bolag med ett börsvärde över en miljard euro
Mid Cap	Svenskt noterat bolag med ett börsvärde mellan 150 miljoner till en miljard euro
Small Cap	Svenskt noterat bolag med ett börsvärde understigande 150 miljoner euro (OMX Nordic Exchange Stockholms hemsida, 1 oktober 2008)

1.5 Disposition

Efter denna inledning följer metodavsnitt, teoriavsnitt, och en presentation av Svensk kod för bolagsstyrning. Därefter presenterar vi studiens empiri med dess beståndsdelar den svenska ägarmodellen och den svenska modellen för bolagsstyrning. Empiri tolkas

sedan mot teori i efterföljande analysavsnitt. Utifrån detta presenteras de slutsatser vi kunnat dra. Slutligen diskuteras källkritik och studiens tillförlitlighet.

2 Metod

I detta avsnitt presenteras den metod vi använt oss av i undersökningen. Inledningsvis beskriver vi vårt val av undersökningsmetod, vår empiriska metod samt det tillvägagångssätt och det urval vi tillämpat vid intervjuerna. Vidare presenteras den litteratur vi använt oss av. Slutligen diskuteras metodkritik.

2.1 Forskningsansats

2.1.1 Val av undersökningsmetod

Syftet med vår uppsats är, som tidigare nämnts, att undersöka den reviderade Kodens påverkan på svensk bolagsstyrning. Vi avser studera uppfattningen av den hos de företag som omfattas av den, dess aktieägare och potentiella investerare. För att uppnå vårt syfte har vi intervjuat representanter för olika grupper som agerar på den svenska marknaden och som är berörda av Koden; bolag noterade på en reglerad marknad, revisorer, jurister, institutionella investerare, investmentföretag samt representanter från Svenskt Näringsliv, Aktiemarknadsnämnden, OMX Nordic Exchange Stockholm och Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

Vi har i vårt arbete valt en kvalitativ ansats, då denna är lämplig för den deskriptiva utformningen som syftet med vår uppsats kräver. En kvalitativ ansats är också lämplig för att förstå och skapa klarhet i hur ett visst fenomen uppfattas. Sambandet mellan en individ och den kontext denne verkar i kan åskådliggöras och en djupare förståelse för fenomenet kan uppnås (Jacobsen, 2000, s. 145-146). Processen har även fördelen att den är interaktiv, det vill säga problemställning och datainsamlingsmetod kan ändras under arbetets gång (Jacobsen, 2000, s. 142). Slutligen är metoden lämplig då man som undersökare vill vara öppen för oväntade händelser och låta intervjun till vissa delar påverkas av referenspersonernas svar.

Vårt arbete har en induktiv ansats i det att vi utgår från det specifika, fenomenet Svensk kod för bolagsstyrning, vid våra intervjuer och samlar in empiriskt material kring detta

fenomen för att utifrån detta material dra generella slutsatser (Trost, 2002, s. 23).

Teorin kopplas löpande till de erfarenheter och observationer som gjorts.

2.2 Empirisk metod

Intervjuerna med representanter för de olika intressena utgör våra primärdata. Litteratur, årsredovisningar, remissvar, Statens Offentliga Utredningar, Departementsserien, relevanta artiklar samt material från Kollegiet utgör våra sekundärdata.

2.2.1 Intervjuer

2.2.1.1 Tillvägagångssätt vid intervjuer

I våra intervjuer har vi använt oss av den öppna, individuella intervjun (Jacobsen, 2000, s. 160). Vi har innan varje intervju sammanställt ett antal frågor som fått utgöra grunden till dialogen med intervjuobjektet, men stor flexibilitet har eftersträövats kring möjligheten för uppgiftslämnaren att själv utforma intervjun och uttrycka sina åsikter om även andra områden än de vi specifikt ställt frågor kring. Dane (1990, s. 129) beskriver detta som den fokuserade intervjun, där grundfrågorna är klara men flexibiliteten finns att ställa andra frågor vartefter intervjun fortlöper. Vår strävan har varit att uppgiftslämnaren inte skall känna några begränsningar i vad han/hon kan säga. Denna metod har vi valt vi då vårt intresse har riktats mot vad den enskilde personen har att uttrycka samt hur denne person tolkar och lägger mening i det specifika fenomenet. Vi har i vårt arbete haft en öppen intervjuavsikt, det vill säga intervjuobjekten har varit informerade om vad deras svar skall användas till (Jacobsen, 2000, s. 165).

Även om uppgiftslämnare kan bli negativt påverkade av undersökarnas fysiska närvaro är ändå personliga intervjuer öga mot öga generellt sett att föredra vid denna typ av undersökning, då uppfattningen om Kodens mervärde eller merkostnad kan anses vara en känslig och komplex fråga (Jacobsen, 2000, s. 162). Denna kräver mer av en förtrolig stämning för att öka sannolikheten att personen vi intervjuar kan uttala sin verkliga

åsikt (Dane, 1990, s. 132). Dock har två intervjuer genomförts på telefon och en via e-korrespondens på grund av svårigheter för intervjuobjekten att träffas personligen. Informationen i dessa svar har dock bedömts som lika tillförlitliga som övriga uppgiftslämnare.

Då vi anser att representanter från företag, investmentbanker och institutionella ägare i högre grad än övriga intervjuobjekt kan se en risk i att uttrycka sin verkliga åsikt kring denna, i vissa avseenden kontroversiella, Kod har vi i vår uppsats valt att låta dessa representanter vara anonyma och refererar endast till dem antingen utifrån deras position eller den intressentgrupp de tillhör. Övriga uppgiftslämnare anges med namn och position, men har getts möjlighet att uttrycka om de vid vissa uttalanden vill yttra sig anonymt. Samtliga intervjuer spelades in och båda författarna var närvarande.

Vi har således dels genomfört informantintervjuer, vilka görs med personer som är tvingade att tillämpa Koden, dels respondentintervjuer, som genomförs med personer som inte tillhör de företag som omfattas av Koden, men som har mycket kunskap om fenomenet och därav kan uttala sig i frågan (Holme & Solvang, 1994, s. 104).

Undersökningens upplägg medger inte någon kvantifiering av svaren, utan istället görs en redovisning av den information som erhöles under intervjuerna. Det väsentliga i kvalitativa intervjuer är inte heller hur många som uttalar samma åsikt, utan det räcker med att en person uttryckt åsikten för att företeelsen existerar (Trost, 2002, s. 64). Vid tillfällen då vi skriver att majoriteten av de tillfrågade uttrycker samma åsikt bör således beaktas att detta inte nödvändigtvis innebär att åsikten är representativ för hela populationen utan endast för vårt urval. Vi vill betona att detta bör hållas i minne vid läsningen.

2.2.1.2 Urval vid intervjuer

Då vi i vår uppsats är intresserade av uppfattningen av Koden hos de företag som omfattas av den, dess aktieägare och potentiella investerare har vi intervjuat representanter för dessa. Vi har även, för att få ett bredare perspektiv, intervjuat andra aktörer på den svenska marknaden som berörs av den reviderade Koden; revisorer, och

jurister samt representanter från Svenskt Näringsliv, Aktiemarknadsnämnden, Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, OMX Nordic Exchange Stockholm och Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

Sammanlagt har tjugotvå intervjuer genomförts. Då vi fann det troligt att erfarenheter och synpunkter hos de intervjuade skulle kunna vara beroende av faktorer som bolagets storlek och verksamhet, ägarstruktur samt intervjuobjektets position inom företaget eftersträvades ett brett och varierat utbud av intervjuobjekt avseende dessa faktorer. Vi har av denna anledning sökt en jämn fördelning mellan dels uppgiftslämnare från OMX Nordic Exchange Stockholms Large Cap-lista, dels representanter från Mid och Small Cap-listorna. Representanterna valdes ut slumpmässigt. Några av de intervjuade representerade bolag från flera av listorna. För att få en nyanserad bild av hur Koden uppfattas har vi också valt att i olika företag intervjuar antingen styrelseordförande, VD, styrelseledamöter, Ekonomi- och Finansdirektör eller personer ansvariga för bolagsstyrningsfrågor. Även detta urval skedde slumpmässigt. Två revisorer, två jurister, två representanter för institutionella investerare samt två investmentföretag har intervjuats. Från vardera Svenskt Näringsliv, Aktiemarknadsnämnden, OMX Nordic Exchange Stockholm respektive Kollegiet för svensk bolagsstyrning har en representant intervjuats.

2.2.3 Litteratur

Litteratur kring Shareholder value, agentteori, byråkrati samt entreprenörskap har använts för vårt teoriavsnitt. Till vår empiri har vi främst genomfört studier av Statens Offentliga Utredningar, Departementsserien, relevanta artiklar, material från Kollegiet för svensk bolagsstyrning samt litteratur om bolagsstyrning och ägarstruktur. Artiklar ur daglig affärspress, årsredovisningar och remissvar från olika intressenter har även använts som inspiration vid skapandet av våra intervjufrågor.

2.3 Metodkritik

Den kvalitativa metoden har sina nackdelar i att informationen från varje intervjuobjekt kan bli mycket nyanserad och komplex, vilket kan göra den svår att tolka. Det finns en

risk att vi som undersökare direkt silar den information vi erhåller, bildar oss en egen uppfattning och sedan tenderar att lägga större vikt vid den information som stödjer vår uppfattning än den som inte gör det. Även det faktum att endast ett begränsat antal representanter kan bli intervjuade utgör en svaghet. Risk finns att svaren inte blir representativa och slutsatserna därmed snedvridna. Återigen bör beaktas att majoriteten av de tillfrågades åsikt inte nödvändigtvis utgör uppfattningen hos majoriteten av populationen. En relevant generalisering kan bli svår att göra. Detta är något vi beaktat under processen. Det finns vid den kvalitativa metoden också en begränsning i att studien inte går att upprepa exakt för att validera riktigheten i den. Intervjusvar är beroende av bland annat den intervjuades situation och kontext, vilket präglar resultatet av undersökningen. Vi anser dock, då vi i vår uppsats är intresserade av uppfattningen hos olika intressenter, den kvalitativa metoden vara den enda relevanta för att uppnå önskat syfte. Utan intervjuer hade vi inte kunnat uppnå vårt mål med denna undersökning.

3 Teori

I detta avsnitt presenteras det teoretiska ramverk vi använt som utgångspunkt för tolkningen av vår empiri. Inledningsvis ges en introduktion till Shareholder value-perspektivet, vilket efterföljs av en beskrivning av ett av de teoretiska fält som formats inom denna ideologi; agentteorin. Avslutningsvis presenteras organisationsteori utifrån teorierna om byråkrati och entreprenörskap.

3.1 Shareholder Value

Begreppet Shareholder Value har sitt ursprung i de angloamerikanska länderna och har i de europeiska länderna, däribland Sverige, fått ett starkt fäste (Blom, 2007, s. 1). Det svenska bolagsstyrningssystemet influeras idag starkt av den anglosaxiska, vilket bland annat i kombination med ökat institutionellt ägande har medfört ett ökat fokus på skapandet av aktieägarvärde. Shareholder Value-perspektivet har blivit alltmer framträdande i svenska styrelser och företagsledning (Blom, 2007, s. 10-11). Av denna anledning har vi valt att analysera och tolka Kodens betydelse för bolagsstyrning mot denna teoretiska ansats.

Innebörden av begreppet varierar, men ett centralt antagande är synen på aktieägarna som den primära intressegruppen vars intresse företagsledningen skall verka för. Genom att verka för en maximering av aktieägarvärdet fattar ett företag relevanta och ändamålsenliga beslut, vilket i sin tur gynnar alla intressegrupper. Shareholder Value kan betraktas som en övergripande ideologi för hur styrningen av ett bolag skall ske (Blom, 2007, s. 5). Efter 1900-talets mitt har en förändring skett i synen på hur vinster och resurser skall fördelas. Ett skifte i fokus har skett från tendensen att försöka behålla genererade vinster inom företaget till en strävan att öka avkastningen på kapitalet samt distribuera vinster till aktieägarna (Blom, s. 7-8).

3.1.1 Agentteorin

En central utgångspunkt i agentteorin är den separation mellan ägande och kontroll som existerar i publika företag. Detta är även situationen i svenska, publika aktiebolag.

Agentteorin anser vi således vara en lämplig teoretisk ansats för att testa fenomenet Svensk kod för bolagsstyrnings påverkan på bolagsstyrning.

Utvecklingen mot en mer utvecklad, global finansmarknad och ett mer spritt ägande i publika företag har skapat anonyma, passiva aktieägare (principaler), vilkas kontroll över företaget reduceras då förvaltningen av bolagets angelägenheter delegeras till en grupp av aktiva, professionella företagsledare (agenter). Separationen av ägande och kontroll medför att målsättningarna hos ägare och företagsledning skiljer sig åt (Sevenius, 2007, s. 79-80). Antagande görs inom agentteorin att aktieägarnas främsta intresse ligger i maximal avkastning på satsat kapital, i enlighet med Shareholder Value-teorin. Företagsledningen delar dock inte nödvändigtvis denna prioritering, utan kan istället till exempel sträva efter att maximera det egna handlingsutrymmet och den egna nyttan (Blom, 2007, s. 44-45). Exempelvis kan företagsledningen vid investeringsbeslut åsidosätta det affärsmässiga och istället handla i eget intresse (Sevenius, 2007, s. 84).

Denna typ av relation mellan agent och principal är kostsam, då upprättande och övervakning av kontrakt mellan parter med divergerande mål blir nödvändiga. Inom agentteorin benämns dessa agentkostnader, vilka dock måste vägas mot de residualkostnader som annars uppkommer på grund av att beslutsfattarna inte tillvaratar ägarnas intresse utan maximerar sin egen nytta (Blom, 2007, s. 44-45). Två typer av risker uppkommer vid dessa ombudsförhållanden; risk att välja fel agent som inte agerar i enlighet med ägarnas intresse (adverse selection) samt risken att agenten missbrukar sin kontroll över företagets egendom och skaffar sig förmåner på principalens bekostnad (moral hazard). Risken ökar om principalen inte har information om agentens individuella egenskaper, till exempel riskattityd eller erfarenhet (Sevenius, 2007, s. 82).

För att kompensera riskerna och minimera residualkostnaderna försöker principalen genom övervakning (monitoring) och samordning (bonding) säkerställa att agenten agerar i enlighet med aktieägarnas intresse (Sevenius, 2007, s. 81). Övervakning och kontroll i ett publikt bolag utövas främst genom styrelse, årsredovisning, kvartalsrapporter, revision och bolagsstämma, medan samordning kan ske i form av olika incitamentsprogram (Blom, 2007, s. 45). Aktiebolagslagen och bolagskoden har i

många delar utformats för att hantera relationen mellan agent och principal (Sevenius, 2007, s. 86). Den traditionella svenska bolagsstyrningen, präglad av differentierad rösträtt och korsägande, medförde att agentkostnaderna mellan ägare och ledning kunde hållas låga. Idag rör sig utvecklingen dock mot ett mer marknadsorienterat system med mer fragmenterat ägande och fokus på aktieägarvärde (Blom, 2007, s. 11-12), vilket skulle implicera ökade agentkostnader.

Agentteorin har även mött viss kritik, bland annat för att den inte tar hänsyn till beteende, dynamik, preferenser hos samt sammansättning av olika ägare. Vissa kritiker menar att teorin underskattar den tillit, lojalitet, tradition och företroende som faktiskt kan finnas inom organisationer (Blom, 2007, s. 47).

3.2 Organisationsteori

Då Koden utgörs av en samling regler blir det intressant att se hur sådana kan påverka en organisation. Många av de nya företag som omfattas av Koden kan anses präglas av en entreprenörskultur, medan de större företagen snarare har karaktär av tjänstemannakultur. Teorierna kring entreprenörskap och byråkrati blir därför applicerbara även av denna anledning.

3.2.1 Byråkrati

Enligt Max Weber karaktäriseras en byråkrati av bland annat strikt uppdelning mellan arbete och auktoritet, skriftliga arbetsbeskrivningar och prestationsmål, hierarkiska förhållanden mellan olika positioner inom företaget samt rekrytering baserat på specialisering och expertis. Beteende inom organisationen formas av dess struktur och riktas mot att uppnå de definierade mål som fastställts inom organisationen. Varje position har sina förbestämda uppgifter, vilka formar beteendet hos de som besitter positionerna. Det är både relationen mellan strukturen och uppgifterna inom organisationen samt dess mål som gör byråkratin till ett rationellt instrument för organisering. Inom byråkratin är uppgifter och auktoritet direkt kopplat till position, inte person. (Jaffee, 2001, s. 90-92).

Risk uppstår att den byråkratiska organisationen skapar en byråkratisk personlighet, vilken strävar efter fullständig efterlevnad av regler och procedurer, oavsett om efterlevnaden gynnar organisationens effektivitet eller inte. Det större organisatoriska syftet blir åsidosatt då regler blir målet i sig, istället för medlen för att nå målen. Resultatet blir en dysfunktionell och ineffektiv organisation. Efterföljandet av regler kan också bero på hur de är formulerade. Om ingen inom en organisation känner mening med en speciell regel blir den ofta också bruten mot. En regel som många inom organisationen däremot känner engagemang för följs noga och blir starkt genomdriven. Regler som en grupp ålägger en annan tenderar att skapa konflikter och bestridanden. De som tvingas följa regler skapade av en annan grupp saknar känslan för att reglerna verkligen berör dem och har lättare att frekvent bryta mot dem. Viktigt blir att skapa en förståelse för och lojalitet gentemot reglerna snarare än att enbart beordra en grupp att följa dem (Jaffee, 2001, s. 107).

Byråkrati kan också knytas an till agentteorin som beskrivits ovan. Genom att ägande blir skilt från kontroll uppstår motstridiga intressen mellan aktieägare och företagsledning. Detta skapar vad Jaffee (2001, s. 97) kallar "primary tension". Denna anspänning hanteras vanligtvis genom övervakning och kontroll, vilket i sin tur genererar så kallad "secondary tension" inom organisationen (Jaffee, 2001, s. 97). För att hantera denna andra form av anspänning skapas de byråkratiska reglerna och kraven (Jaffee, 2001, s. 98). Konflikt skapas då principalen dels önskar formell, social kontroll över agenten, dels önskar att denne kan agera fritt och efter eget självstyre (Jaffee, 2001, s. 102-103).

Byråkratiska regler och instruktioner är dock inte nödvändigtvis av ondo. Genom att utgå från vissa riktlinjer kan individer inom organisationer utveckla alternativa medel att nå uppsatta mål och genom att skapa anspänningar omformulera de byråkratiska procedurerna (Jaffee, 2001, s. 102). Genom en homogenisering av arbete kan starka band skapas mellan individer inom en organisation, vilket möjliggör till exempel ökad kommunikation och organisation (Jaffee, 2001, s. 114). En byråkrati kan också vara formad i syfte att underlätta individers förmåga att hantera problem och fatta beslut. Genom dessa regler blir kraven i det dagliga arbetet hanterbara och på så sätt främjas effektivitet (Jaffee, 2001, s. 116).

3.2.2 Entreprenörskap

I teorier kring entreprenörskap diskuteras ofta den balans mellan entreprenörsanda och byråkrati som är nödvändig för att bolagsstyrningen skall bli effektiv. Ett företag präglad av alltför stor entreprenörsanda riskerar att misslyckas genom att bli okontrollerat, genom ogenomtänkta och ofta mycket riskfyllda beslut samt genom att pengar slösas bort i onödan. Många framgångsrika entreprenörsföretag lyckas inte nå tillräcklig mognad eller går t.o.m. i konkurs på grund av bristande byråkrati. En entreprenör tenderar att lägga mycket tid på improvisation men lite tid på planering, vilket är en viktig del i att kunna fatta rationella beslut (Bill & Johannisson, 2004, s. 9). Ett företag med överdriven byråkratisering riskerar å andra sidan att misslyckas genom att cheferna blir alltför upptagna internt, för fokuserade på företagets egna procedurer och därmed ignorerar sin omvärld (McCrimmon, 1995, s. 20-21). McCrimmon (1995, s. 161) menar vidare att självständighet, kreativitet och utveckling är ledord för de anställdas motivation inom entreprenörsföretaget. Medarbetare måste tillåtas att ta risker och den centrala kontrollen av dem bör minimeras. Dock är även existensen av vissa fasta regler viktig. För att bolagsstyrningen skall bli effektiv krävs en balans av å ena sidan inskränkningar och begränsningar, å andra sidan stimulans (McCrimmon, 1995, s. 188).

3.3 Tidigare forskning

Vid en genomgång av tidigare forskning har vi funnit flera studier om bolagsstyrning vilka har varit av viss relevans för vår studie. Vi har dock inte funnit några studier som delar vårt syfte och som delvis tolkar empirin utifrån ett organisationsteoretiskt perspektiv, vilket bidrar till ökar betydelsen för vår studie. Då den reviderade Svenska koden för bolagsstyrning är ett relativt nytt verk, har det i dagsläget inte heller hunnit genomförts så många studier.

Inom bolagsstyrningsforskningen har vi främst funnit en studie av intresse, *Bolagsstyrning* (Sevenius, 2008), vilken vi i vår uppsats använder för att beskriva bolagsstyrningsområdet. Sevenius beskriver i sin bok hur grunderna, reglerna och systemet för bolagsstyrning är sammankopplade. Han skildrar också de intressekonflikter som kan inträffa vid bolagsstyrning samt hur olika grupper söker

makt och inflytande för bolaget. Han presenterar också de nya regelverken för svensk bolagsstyrning, ny aktiebolagslag samt Svensk kod för bolagsstyrning.

4 Svensk Kod för bolagsstyrning

Detta avsnitt inleds med en beskrivning av bolagsstyrningskodens internationella och nationella utveckling. Därefter följer en presentation av den reviderade bolagsstyrningskodens innehåll. Avslutningsvis ges en skildring av Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

Svensk Kod för bolagsstyrning (Koden) syftar främst till att öka förtroendet för svenska börsnoterade bolag genom att bidra till en positiv utveckling av deras bolagsstyrning. Genom att säkerställa att bolag ur ett aktieägarperspektiv sköts på effektivast möjliga sätt kan förtroendet hos nuvarande och framtida investerare öka och näringslivets kapitalförsörjning tryggas (Svensk kod för bolagsstyrning, 2008, s. 6).

4.1 Internationell utveckling av bolagsstyrningskoder

Debatten kring bolagsstyrningsfrågor har, som nämnts i bakgrunden, sitt ursprung i USA där separationen mellan ägande och kontroll medförde diskussion om införande av ett regelsystem för att minimera risken att företagsledningen agerar i strid med ägarnas intresse (Skog 2005, s. 11-12). Debatten intensifierades strax efter millennieskiftet i och med två av historiens största företagsskandaler, Enron och Worldcom. Förtroendet för de börsnoterade bolagen var efter dessa händelser kraftigt urholkat och för att snabbt återupprätta allmänhetens tilltro stiftades en omfattande och genomgripande lag, Sarbanes-Oxley Act 2002 (Hammar skiöld och Hein 2004-05, s. 508).

I Europa har utvecklingen dock bitvis sett annorlunda ut. Främst Storbritannien har varit tongivande inom bolagsstyrningsområdet och den så kallade Cadbury-rapporten som utkom 1992 blev en central inspirationskälla för den europeiska utvecklingen. Regleringen i Storbritannien har istället för lagstiftning formen av självreglering, där reglerna är samlade i en kod och följer den så kallade "Comply or Explain"-modellen. Denna modell förklaras utförligare i avsnittet om Svensk kod för bolagsstyrning. De flesta europeiska länder utvecklade snabbt en egen nationell kod för bolagsstyrning. Inom EU pågår en strävan efter harmonisering av bolagsrätten i medlemsländerna och

diskussion har förts om en enhetlig reglering av bolagsstyrningen (Sevenius 2007, s. 43-44) .

4.2 Framväxten av den reviderade Koden

I Sverige har bolagsstyrning varit närvarande i debatten sedan 1980-talet med en intensifiering det senaste decenniet. Ett antal privata initiativ till kod för bolagsstyrning har initierats och fått visst fäste i det svenska näringslivet, men de svenska aktörerna var förhållandevis sena med att diskutera frågan om en allmänt vedertagen bolagsstyrningskod (Hammarskiöld & Hein, 2004-05, s. 505). Först i samband med företagsskandaler som Trustor och Skandia och ökat internationellt tryck på införandet av en svensk bolagskod sågs behovet av ett gemensamt regelverk. Regeringen tillsatte 2002 en kommission, den så kallade Förtroendekommissionen, med uppgift att granska företeelser inom näringslivet som inverkar negativt på allmänhetens förtroende. Tillsammans med olika organ i näringslivet bildade Förtroendekommissionen en arbetsgrupp, Kodgruppen, med syftet att utarbeta ett gemensamt regelverk i Sverige. I april 2004 presenterades Kodgruppens förslag till svensk bolagsstyrningskod i form av en offentlig utredning: SOU 2004:46 *Svensk kod för bolagsstyrning – förslag från Kodgruppen*. Förtroendekommissionen utgav vid samma tidpunkt sitt betänkande SOU 2004:47 *Näringslivet och förtroendet* (Sevenius, 2007, s. 46). Efter remissbehandling presenterades den slutliga koden den 1 december 2004¹, vilken skulle omfatta bolag noterade på dåvarande A-listan samt större företag på O-listan (Kollegiet för svensk bolagsstyrnings hemsida, 1 november 2008).

Från 1 juli 2008 breddades Kodens tillämpning för att idag rikta sig till alla svenska bolag som är noterade på en reglerad marknad (Svensk kod för bolagsstyrning, 2008, s. 4). Idag finns endast en reglerad marknad i Sverige, OMX Nordic Exchange Stockholm, sedan NGM Equity förlorat sitt tillstånd i oktober 2008. Bolag som ej före 1 juli 2008 tillämpat den dittills gällande Koden skall börja tillämpa den reviderade Koden så snart som möjligt men senast i samband med den första årsstämma som hålls efter 1 januari 2009 (Svensk kod för bolagsstyrning, 2008, s. 9).

¹ SOU 2004:130 Svensk kod för bolagsstyrning – betänkande av Kodgruppen.

I och med breddningen reviderades Koden med syftet att utesluta onödig detaljreglering samt avlägsna regler som inte tillfört något väsentligt vid sidan av lag eller annan tvingande reglering eller som enbart inneburit överlappningar med sådana regler. Breddningen av Kodens tillämpning medför att Koden idag tillämpas av bolag med stora variationer i storlek, komplexitet och förutsättningar. Tanken är att Koden skall kunna tillämpas av alla bolag utan att de skall drabbas av omotiverat höga kostnader eller invecklad administration (Svensk kod för bolagsstyrning, 2008, s. 7). Breddningen motiveras med att Sverige innan den reviderade Kodens införande var ett av de få länder vars kod inte omfattade alla börsnoterade bolag, vilket kunde ge en felaktig bild av svensk bolagsstyrning på den internationella marknaden. Kollegiet var av uppfattningen att god bolagsstyrning är lika viktig i små som i stora företag och att Koden dittills hade bidragit till en väsentlig kvalitetshöjning av bolagsstyrningen i de företag som tillämpat Koden. Vidare hävdades att om Koden skall kunna vara ett realistiskt alternativ till lagstiftning måste den omfatta alla bolag noterade på en reglerad marknad (Årsrapport 2008, s. 7).

Vid utarbetningen av den ursprungliga Koden angavs vissa vägledande principer. Dessa är aktuella även för den reviderade Koden och innebär att Koden skall:

- skapa goda förutsättningar för en aktiv och ansvarstagande ägarroll,
- skapa en tydlig och väl avvägd roll- och ansvarsfördelning mellan ägare, styrelse och ledning,
- värna om att Aktiebolagslagens likabehandlingsprincip tillämpas i praktisk handling, och
- skapa största möjliga öppenhet gentemot ägare, kapitalmarknad och samhället i övrigt (Årsrapport 2008, s. 7).

Koden anger en norm för god bolagsstyrning och är tänkt att komplettera lagstiftning och andra regler. Normen är dock inte tvingande utan kan frångås enligt principen följ eller förklara, i likhet med majoriteten av de europeiska koderna (Hammar skiöld & Hein, 2004-05, s. 510). Denna innebär att varje företag kan pröva Kodens regler och välja att, om de anser det motiverat utifrån sina egna förutsättningar, avvika från en eller flera av dem. Förutsättningen är dock att företaget lämnar en fullgod förklaring till varför en

avvikelse har bedömts lämplig, beskriver den lösning man istället valt samt anger skälen för detta. Genom en sådan lösning kan Kodens uppnå önskad flexibilitet och möjliggöra för marknadens aktörer att själva välja den lösning som ger den bästa bolagsstyrningen i det enskilda fallet (Svensk kod för bolagsstyrning, 2008, s. 6-8).

Tack vare att bolagsstyrningsfrågor självregleras genom Kodens kan en högre ambitionsnivå uppnås i enskilda frågor än om det varit fråga om tvingande lagstiftning. Lagstiftning innebär att reglerna måste sättas efter en standard som det för varje företag kan anses rimligt att kunna följa. I och med självreglering kan mer långtgående krav formuleras (Skog, 2005, s. 24). Det finns i Kodens ingen vägledning kring vad som kan anses vara en fullgod förklaring till en avvikelse från Kodens regler. Inte heller finns något organ som övervakar hur Kodens tillämpas. Övervakningen är istället en uppgift för de marknadsplatser på vilka bolagen är upptagna till handel. Kapitalmarknadens aktörer blir de som avgör huruvida ett enskilt bolags sätt att följa eller avvika från Kodens regler sker på ett förtroendeingivande sätt. I pedagogiskt syfte innehåller kodens vissa regler vilka till stora delar kan anses följa av lag eller annan reglering. Detta innebär dock inte att regler som till exempel enligt Aktiebolagslagen är tvingande kan frångås genom principen följ eller förklara (Svensk kod för bolagsstyrning, 2008, s. 7-8). Även de regler som följer av OMX Nordic Exchange Stockholms noteringskrav och noteringsavtal måste följas, annars kan sanktioner som till exempel avnotering bli aktuella (Örtengren, 2008).

4.3 Den reviderade Kodens innehåll

Kodens innehåll behandlar det beslutssystem som ägarna, direkt eller indirekt, använder för att styra bolaget. Reglerna i Kodens rör samspelet mellan bolagsorganen samt deras organisation och arbetsformer. Tyngdpunkten för Kodens regler ligger kring det organ som definieras som den centrala aktören inom bolagsstyrningen; styrelsen. Dock har gränsen gentemot aktieägare dragits vid bolagsstämman; regler för samspelet mellan ägare eller aktiemarknadens funktionssätt är ej föremål för reglering (Svensk Kod för bolagsstyrning, 2008, s. 6). Inte heller bolagets förhållande till övriga intressenter behandlas, då detta anses ligga inom den operativa ledningens

ansvarsområde och hamna utanför ett strikt ägarorienterat synsätt på bolagsstyrning (Hammarskiöld & Hein, 2004-05, s. 510).

Då Koden skall utgöra normen för god sed inom bolagsstyrning finns vissa regler nedtecknade som kan anses förtydliga Aktiebolagslagens regler, men även regler som går utöver denna och utgör praxis inom näringslivet (Skog, 2005, s. 72). Dessutom innehåller Koden vissa nya fenomen inom bolagsstyrningsområdet, såsom valberedning, ersättningsutskott och revisionsutskott (Hammarskiöld & Hein, 2004-05, s. 511). Nedan följer en kort genomgång av den reviderade Kodens delar. I parenteserna anges vilket nummer respektive regler har i Koden.

4.3.1 Bolagsstämma

Bolagsstämman är det högsta beslutande organet i bolaget och tillskrivs stor betydelse. Genom denna kan aktieägarna utöva sitt inflytande. För att skapa goda förutsättningar för en aktiv och ansvarstagande ägarroll inför Koden regler kring hur bolagsstämman skall förberedas och genomföras. Utökade krav ställs på bolaget att underlätta för aktieägarna att närvara och förbereda sig för bolagsstämman samt att förse dem med information (Svensk kod för bolagsstyrning, 2008, s 15). Till exempel skall protokoll från senaste årsstämma och alla bolagsstämmor därefter finnas tillgängliga på bolagets hemsida, även på annat språk än svenska om det motiveras av ägarkretsens sammansättning och är försvarbart med hänsyn till bolagets ekonomiska situation (1.7). Bolaget skall på hemsidan inrätta en särskild avdelning för bolagsstyrningsfrågor. Denna skall innehålla bolagsordning, bolagsstyrningsrapport samt den information som Koden anger skall finnas tillgänglig på hemsidan (11.3).

4.3.2 Valberedning

För att öka transparensen och strukturen kring val och arvodering av styrelse och revisor skall bolagsstämman tillsätta en valberedning, vilka skall förse aktieägarna med förslag till ledamöter i styrelsen, förslag till revisor samt förslag till arvode och annan ersättning till var och en av dem (2.1 & 2.2). Valberedningen har till uppgift att tillvarata samtliga aktieägars intressen och möjliggöra väl underbyggda beslut (Svensk kod för

bolagsstyrning, 2008, s 16). De skall även genomföra den utvärdering av styrelse och revisor som anges i Koden (Hammar skiöld & Hein, 2004-05, s. 513). Sammansättningen av valberedning regleras i Koden. Där anges att valberedningen skall ha minst tre ledamöter och majoriteten av dem skall vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Minst en av ledamöterna i valberedningen skall också vara oberoende till den röstmässigt största aktieägaren eller grupp av aktieägare som samverkar om förvaltningen av bolaget. Personer från företagsledningen får ej vara ledamöter. Styrelseledamöter kan ingå i valberedningen, men måste då utgöra en minoritet. Inte heller får någon ledamot ur styrelsen vara ordförande i valberedningen (2.3 & 2.4). Bolaget skall, för att öka transparensen gentemot aktieägarna, senast sex månader före årsstämman på hemsidan lämna uppgift om namnen på valberedningens ledamöter. Även valberedningens förslag med motiverat yttrande skall i samband med kallelse till bolagsstämman presenteras på bolagets hemsida (2.5 & 2.6).

4.3.3 Styrelse

Koden innehåller regler kring styrelsens uppgifter, dess storlek och sammansättning samt dess uppdrag och arbetsformer. Sammansättningen skall säkerställa förmågan att effektivt förvalta bolagets angelägenheter utifrån samtliga aktieägars intresse. Styrelsen skall bland annat säkerställa att den information bolaget lämnar ut är öppen, korrekt, relevant och tillförlitlig (3.1). Arbetsformerna skall vara väl dokumenterade och en regelbunden utvärdering av styrelse och VD:s prestationer skall genomföras (7.2, 7.3, 8.1 & 8.2). Styrelseordförandes särskilda ansvar för styrelsens arbete poängteras (6.3). Koden innehåller även regler kring hur ofta styrelsen skall träffa bolagets revisor (10.3). Majoriteten av styrelseledamöterna skall vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Minst två av dessa oberoende styrelseledamöter skall även vara oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare. Beträffande kriterier för oberoende hänvisar Koden till Stockholmsbörsens noteringskrav (4.4). Denna reglering skall skapa maktbalans i bolaget och bidra till säkerställande av att förvaltningen av bolagets angelägenheter sköts i aktieägarnas intresse (Hammar skiöld & Hein, 2004-05, s. 512).

I Koden förtydligas att det är styrelsen som har det yttersta ansvaret för att bolaget har en god intern kontroll och andra rutiner för att säkerställa att principer för finansiell rapportering och intern kontroll efterlevs. God intern kontroll och formaliserade rutiner skall säkerställa att bolagets finansiella rapportering är upprättad i överensstämmelse med lagstiftning, redovisningsstandarder och övriga tillämpliga krav (Svensk kod för bolagsstyrning, 2008, s. 22). Koden anger att styrelsen årligen skall lämna en beskrivning av de väsentligaste delarna i företagets system för intern kontroll och riskhantering avseende den finansiella rapporteringen (10.5). Denna skall inkluderas i en av styrelsen årligen upprättad bolagsstyrningsrapport, där även eventuella avvikelser från Koden redovisas och motiveras samt en beskrivning ges till den nya lösning man valt. Andra uppgifter som skall lämnas i bolagsstyrningsrapporten är bland annat sammansättningen av valberedningen och eventuella styrelseutskott samt styrelsens arbetsfördelning. Rapporten skall fogas till årsredovisningen och i den skall anges vilka av dess delar som blivit föremål för granskning av revisor (11.1 & 11.2).

4.3.4 Ersättningsutskott

Enligt Koden skall styrelsen inrätta ett ersättningsutskott, vilket har till uppgift att bereda frågor om ersättning och andra anställningsvillkor för ledande befattningshavare inom bolaget. Detta för att utöka transparensen och aktieägarnas kunskap kring processen för beslut om ersättning till företagsledningen (Hammarskiöld & Hein, 2004-05, s. 515). Ledamöterna skall vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen, men styrelsens ordförande kan vara ordförande i utskottet. Förutsatt att styrelseledamot som ingår i företagsledningen inte deltar i arbetet kan även styrelsen utgöra ersättningsutskott om det är motiverat utifrån bolagets situation (9.1). Ersättningsutskottet skall förse aktieägarna med beslutsunderlag i frågor kring aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till företagsledningen. Bolagsstämman beslutar sedan om de väsentliga villkoren i programmen (9.2).

4.3.5 Revisionsutskott

För att säkerställa kvalitén i den interna kontrollen och i de finansiella rapporterna skall styrelsen inrätta ett revisionsutskott som bland annat skall bereda styrelsens arbete

med att kvalitetssäkra bolagets finansiella rapportering, fortlöpande träffa bolagets revisorer för att skaffa information kring revisionens fortlöpande, stärka den interna kontrollen, fastställa vilka tjänster utöver revision som bolaget får köpa in från revisorn, utvärdera revisorns insats och biträda valberedningen vid utarbetande av förslag till revisor och arvode inför bolagsstämman (Hammarskiöld & Hein, 2004-05, s. 522). Majoriteten av ledamöterna i revisionsutskottet skall vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Minst en ledamot skall även vara oberoende i förhållande till bolagets större ägare. Personer från företagsledningen får ej vara ledamöter. Som vid reglerna för ersättningsutskott kan även styrelsen utgöra revisionsutskott om det är motiverat utifrån bolagets situation, förutsatt att styrelseledamot som ingår i företagsledningen inte deltar i arbetet (10.1). I företag som saknar revisionsutskott skall styrelsen årligen utvärdera behovet av ett sådant och tydligt motivera sitt ställningstagande (10.6).

4.4 Kollegiet för svensk bolagsstyrning

Efter implementeringen av den ursprungliga Koden för bolagsstyrning ansåg Förtroendekommissionen det nödvändigt att dra upp riktlinjer för ett nytt organ som långsiktigt ska förvalta regelverket (Sevenius, 2007, s. 150). I form av en ideell förening bildades Kollegiet för svensk bolagsstyrning vars främsta uppgift är att vårda och vidareutveckla Koden för att se till att den ständigt är aktuell, relevant och effektiv (Kollegiet för svensk bolagsstyrnings hemsida, 29 september 2008). I Kollegiets arbete ingår också att följa och utvärdera den praktiska tillämpningen av Koden och göra de förändringar av Koden som bedöms lämpliga utifrån utvecklingen inom bolagsstyrningsområdet, både nationellt och internationellt. Kollegiet ingår i Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, som svarar för den svenska självregleringen inom värdepappersområdet (Årsrapport 2008, s. 2). Övervakningen utförs dock, som tidigare nämnts, av OMX Nordic Exchange Stockholm respektive kapitalmarknadens aktörer. Kollegiet redovisar dock den efterlevnad som bolagen själva rapporterar i sin årliga bolagsstyrningsrapport (Sevenius, 2007, s. 150).

Förtroendekommissionen ansåg det viktigt att vid Kollegiets tillkomst skapa en sammansättning av ledamöter som säkerställer Kollegiets legitimitet att besluta om

bolagskodens innehåll samt dess fristående från olika särintressen. För att uppnå detta ska majoriteten av medlemmarna representera näringslivet och besitta erforderlig kompetens och erfarenhet (Skog, 2005, s. 25). Även staten skall finnas representerad i Kollegiet (Sevenius, 2007, s. 151). Idag utgörs Kollegiet av ordförande Hans Dalborg, vice ordförande Lars Otterbeck samt ledamöterna Lars-Erik Forsgårdh, Kerstin Hessius, Leif Lindberg, Anders Malmeby, Marianne Nilsson, Marianne Nivert, Michael Treschow och Anders Ullberg. Sekreterarposten innehas av Per Lekvall.

5 Empiri

5.1 Den svenska ägarmodellen

Detta avsnitt inleds med en redogörelse för bakgrunden till och utvecklingen av den svenska ägarmodellen. Sedan följer en beskrivning av hur de nya ägargrupperna påverkar bolagsstyrningen. Därefter följer en belysning av den svenska modellen för röstvärdedifferentiering, då denna i stor utsträckning påverkar bolagsstyrningen. Efter detta följer en presentation av de nya modeller för bolagsstyrning som växt fram. Slutligen förs en diskussion kring vilken påverkan den svenska ägarstrukturen kan ha på behovet av en bolagsstyrningskod.

För att bolagsstyrning skall vara effektiv är en av förutsättningarna att den är formad för att passa företagets ägarstruktur. I svenska bolag utövas ägarskapet både av starka och av mer spridda ägare. Regler och praxis kring svensk bolagsstyrning har historiskt sett formats utifrån den dominerande ägarstrukturen. En beskrivning av den svenska ägarmodellens utveckling är således nödvändig för att förstå den svenska bolagsstyrningen.

5.1.1 Bakgrund och den svenska ägarmodellens utveckling

Den svenska ägarmodellen har sedan en lång tid tillbaka karaktäriserats av att kontrollen har varit starkt koncentrerad till en eller två ägare, ofta svenska familjer. Modellen fick starkt fäste under 1950- och 1960-talet och kom fram till millennieskiftet att vara dominerande på den svenska börsen. Institutionella förändringar och ökad grad av internationalisering har dock förändrat förutsättningarna och därmed modellens dominans (Henrekson & Jakobsson, 2008, förord).

Enligt Henrekson och Jakobsson (2008, s. 12) har framväxten av den svenska ägarmodellen till stora delar sin grund i starka statliga hinder mot utländskt ägande av svenska företag samt i sättet på vilket skattepolitiken och lagstiftningen kring bolagsrätt har behandlat enskilda ägare. Från andra världskriget fram till cirka 1985 var syftet med

skattepolitiken att inskränka förmögenhetsbildningen hos enskilda individer. Hushållens aktieäggande beskattades hårdare än andra ägarkategorier (Henrekson & Jakobsson, 2008, s. 30) och det institutionella ägandet ökade. Samtidigt gynnade den bolagsrättsliga lagstiftningen ett koncentrerat ägande och medgav stort utrymme för företagsamma personer eller familjer att basera sin kontroll över ett företag på en relativt liten kapitalbildning. Detta har haft påverkan på de normer som till stora delar styr kapitaläggares och entreprenörers beteende (Henrekson & Jakobsson, 2008, s. 12). Ulla Reinius, Quality Screening Sweden, anser att den starka ägarstrukturen har inneburit att det entreprenöriella perspektivet har getts ett större utrymme i företag (Severin-Danielsson et al, 2008, s. 53).

Efter 1980-talets mitt skedde dock stora förändringar i Sverige vilket påverkade den svenska ägarmodellen. Avregleringen av de svenska kapitalmarknaderna samt borttagna hinder för utländskt ägande gav nya ägare gynnsamma möjligheter på aktiemarknaden, vilket ökade det internationella ägandet (Blom, 2007, s. 10) samtidigt som de bankrelaterade gruppernas (till exempel Investors, Industrivärdens) unika position urholkades. Trots detta ökade emellertid koncentrationen av kontroll i de börsnoterade företagen fram till 1990-talets slut, då det fram till dess blev allt vanligare med korsäggande och rösträttsdifferentiering för att främja det nya hotet (Henrekson & Jakobsson, 2008, s. 52-53). Även stora skattereformer genomfördes under 1980-talets senare hälft och fram till 1990-talets mitt i ett försök att neutralisera skattesystemet. Skattekillarna mellan olika ägare och finansieringskällor utjämnades, men fortfarande var skattebördan för enskilt ägande tyngre i Sverige än i de flesta andra länder. Detta bidrog till att i princip alla former av utländskt ägande var mer gynnsamma i förhållande till det svenska enskilda ägandet (Henrekson & Jakobsson, 2008, s. 38-42).

5.1.2 De nya ägarna

Sevenius (2007, s. 114-115) menar att ökat institutionellt ägande försvårar agentproblemet, eftersom ytterligare en nivå av mellanhänder skapas mellan kapitalägaren och företaget. Kapitalet separeras därmed från kontrollfunktionen, vilket innebär att ägarnas aktier framstår som rösträttslösa. Han skriver vidare att det stora flertalet av de institutionella ägarna förhåller sig passiva i styrningsfrågor. Spararnas

kapital förvaltas av tjänstemän som saknar engagemang för och resurser till att sätta sig in i företagets verksamhet, vilket har föranlett kritik i bolagsstyrningsdebatten. Ökningen av det institutionella ägandet har således medfört ett skifte mot en mer passiv ägarutövning. Detta har setts som ett av huvudskälen till att regler kring bolagsstyrning är erforderliga (Hammarskiöld & Hein 2004-05, s. 513). I förarbetena till den svenska aktiebolagslagen betonas vikten av en aktiv ägarfunktion för främjandet av en väl avvägd maktbalans mellan ägare, styrelse och företagsledning (Svensk kod för bolagsstyrning 2008, s. 11). Styrelserepresentanter från alla börsens tre listor har under våra intervjuer uttryckt att de institutionella ägarna inte tar tillräckligt ansvar när de intar en alltför passiv ägarroll. De institutionella ägarna menar dock att de har förändrat sin ägarroll, då de intagit en mer aktiv roll i valberedningsutskott. Valet av ägarroll påverkar den grad av insyn som kan uppnås i företaget, vilket i sin tur har betydelse för agentkostnadernas storlek.

Henrekson och Jakobsson (2008, s. 87) menar att den traditionella svenska ägarmodellen är både ekonomiskt och politiskt instabil, vilket gör den sårbar för ökat ägande från pensionsfonder, Private Equity-bolag samt den allmänna globaliseringen av de stora företagens ägande. Den ekonomiska instabiliteten grundar sig i att den kapitalbas som kontrollen över företag grundade sig på över tiden blev för liten. Det politiska hotet mot modellen har varit förslaget om löntagarfonder och utgörs idag främst av EU-kommissionens strävan att begränsa möjligheter till röstvärdedifferentiering. Dessa planer har dock skjutits upp på framtiden (Henrekson & Jakobsson, 2008, s. 7).

5.1.3 Röstvärdedifferentieringens påverkan på bolagsstyrning

I Sverige har historiskt sett differentierad rösträtt varit en vanlig företeelse, vilket kan skapa stora skillnader mellan de röstandelar och den kapitalmässiga ägarandel som en enskild aktör innehar, då inflytande över ett företag inte behöver vara proportionerligt till det kapital som investerats. Fenomenet förstärks även av möjligheten till korsäggande, det vill säga att företag inom en viss maktsfär äger aktier i varandra (Henrekson & Jakobsson, 2008, s. 11). Användningen av aktier med differentierad rösträtt har dock sjunkit betydligt de senaste åren, mycket på grund av att företag med

A- och B-aktier värderas lägre, vilket bland annat kan hänföras till budpliktsreglerna (Henrekson & Jakobsson, 2008, s. 49). Kritiken mot rösträttsdifferentieringen har också vuxit sig starkare de senaste åren, främst från internationella institutionella placerare (Blom, 2007, s. 11).

Cronqvist och Nilsson (2003) har i en undersökning funnit att kontrollägare i många fall håller fast vid ett ägande allt för länge och inte släpper in nya, kompetenta ägare med tillräcklig finansiell styrka, vilket tenderar att förstöra värde. Detta bekräftas av en styrelseordförande för ett Mid Cap-bolag, som uttrycker det svenska systemet med A- och B-aktier som ett problem, då det förhindrar en naturlig ägarstyrning och en nödvändig förändring av ägarstrukturen. Han poängterar att en aktieägares förvärv av ett stort antal aktier ändå inte garanterar majoritet på bolagsstämman, då ett fåtal A-aktier kan räcka för att kontrollera denna. Han menar även att denna fråga resulterar i ett problem för svensk bolagsstyrning, vilket inte kan lösas genom implementering av en Kod. I enlighet med vad som nämnts under agentteoriavsnittet innebär mindre kontrollmöjligheter ökade agentkostnader om inte dessa kan sänkas genom exempelvis incitamentsystem. En annan representant från samma lista försvarar dock strukturen med röstvärdesskillnader och menar att en entreprenör ska kunna äga sina aktier och behålla kontroll över företaget, även om han/hon inte har resurser att följa med i kapitalstrukturen. På samma vis resonerar en representant för investmentbolagen. Jan Persson, representant för Svenskt Näringsliv, uttrycker att en styrelseledamot i ett bolag arbetar för hela aktiekollektivet, vilket innebär att de arbetar för att göra det bästa för bolaget, oavsett om han/hon äger A-aktier eller inte.

5.1.4 Andra modeller för bolagsstyrning växer fram

I Sverige är utvecklingen idag, till stor del i och med ökad globalisering av ägandet, på väg mot en tillbakagång för den svenska modellen för att i viss mån ersättas av andra modeller för bolagsstyrning (Henrekson & Jakobsson, 2008, s. 7). I och med internationaliseringen skapas en tendens till konvergens mellan ägarmodeller från olika länder och en ägarbild växer fram vilken mer kan karaktäriseras som pluralistisk (Henrekson & Jakobsson, 2008, s. 12). Henrekson och Jakobsson (2008, s. 15-18) menar att flera modeller kommer att verka parallellt i Sverige; den traditionella svenska

ägarmodellen, utländskt ägande, större inslag av Private Equity, spritt ägande, statliga pensionsfonder som kontrollerande ägare samt ägarentreprenörer med kapitalstöd från olika slag av institutionella ägare. Modellerna spritt ägande och Private Equity innebär i princip alltid en avnotering av företagen från den svenska börsen. Förändringen som författarna påtalar innebär därför att allt färre bolag i framtiden kommer att vara föremål för den genomlysning som följer av att vara ett noterat bolag.

I Sverige finns tendenser till att normen för modellerna, lagstiftning och debatt kring bolagsstyrning influeras av situationen i de anglosaxiska länderna. Dock bör beaktas att stora skillnader finns mellan svensk bolagsrätt och svenska ägarförhållanden jämfört med anglosaxiska (Henreksson & Jakobsson, 2008, s. 96). Vissa delar av reglerna från dessa länder, baserade på ett spritt ägande och ett grundläggande agentteoriproblem mellan företagsledning och aktieägare, lämpar sig inte för svenska förhållanden. Agentteori problemet här ligger istället främst i förhållandet mellan kontrollägarna och minoritetsaktieägarna (Sevenius 2007, s. 71). Modellen för bolagsstyrning i Sverige måste baseras på hur den nationella ägarstrukturen ser ut, det vill säga utifrån förutsättningarna stort institutionellt ägande, relativt litet hushållsägande och samtidigt en dominans i huvuddelen av börsbolagen av en eller flera större ägare (Skog, 2005, s. 46). Dominerande ägare har uttryckt kritik mot att den Svenska koden för bolagsstyrning inte är anpassad till en ägarstruktur som präglas av starka ägare (Lekvall, 2008). Vid en förändring är det inte enbart av vikt hur modellen utformas, utan även hur att beakta hur individer reagerar på förändrade regelverk.

5.1.5 Ägarstrukturens påverkan på behovet av en bolagsstyrningskod

Eva Blom har ur ett revisorsperspektiv sett hur Koden mötts av starkare motstånd på grund av ägarstrukturen i Sverige. Starka ägare tenderade att se Koden som personlig kritik mot hur de skötte sina företag. Då de själva ansåg sig ha bäst kunskap om hur förvaltningen av bolaget skulle gå till, var de kritiska mot att få instruktioner kring detta i en Kod och uppfattade i många fall regleringen som onödig. Som nämnts i teorin är det nödvändigt att skapa en förståelse för de nya reglerna så att de inte enbart upplevs som påtvingade. Dessutom får fokus på reglerna inte bli så stort att organisationens bakomliggande, övergripande intresse förbises. Åsikterna kring huruvida Koden kan

fylla en större funktion i bolag med spritt ägande kontra bolag med starka ägare skiljer sig åt bland de personer vi intervjuat. En representant för de institutionella ägarna uttrycker tveksamhet kring att Koden skulle ha större betydelse i någon av strukturerna, medan en annan menar att Koden enbart har betydelse i bolag med spritt ägande. Denna åsikt delas av representanter för investmentbolagen, med tillägget att Koden oftast är av störst betydelse i mindre bolag med mer spritt ägande. De påpekar att de stora företagen är vana att agera på aktiemarknaden, vilket minskar deras behov av Koden. Denna åsikt motsägs av en företagsrepresentant för Small Cap-listan, vilken tvärtom anser att Koden har mest betydelse i stora bolag. Han menar att bolagsstyrningen i stora bolag med spritt ägande har fungerat sämre genom åren, då en del inkompetenta personer har besuttit positioner i styrelserna. Flera av de personer vi intervjuat delar synen på att bolagsstyrningen fungerar olika beroende på ägarstruktur, men uttrycker dock att detta inte innebär att kvalitén på bolagsstyrningen är sämre i någon av ägarkonstellationerna.

Per Lekvall uttalar att han till viss del har förståelse för att de svenska privata ägarna anser att Koden enbart har betydelse i bolag med mer spritt, så kallat ansiktslöst, ägande. De bolagsstyrningsproblem som funnits och som blivit offentliga har till största delen gällt bolag där tydlig ägare saknas, till exempel Enron. I företag med dominerande privatägare är det mindre sannolikt att ersättningar och dylikt uppnår nästintill orimliga nivåer. Dock förekommer problem med bolagsstyrningen även i dessa bolag, menar Per Lekvall, vilket gör att Koden ändå fyller en funktion i bolag med starka ägare. Stora ägare berörs fortfarande av agentproblemet gentemot de mindre ägarna, något som lätt glöms bort menar Per Lekvall. I likhet med rösträttsdifferentiering blir det viktigt att majoritetsägarna delar minoritetsägarnas intresse för att minoritetens agentkostnader skall kunna hållas nere.

5.2 Den svenska modellen för bolagsstyrning

Avsnittet inleds med en beskrivning av de fyra bolagsorganen. Därefter diskuteras Kodens bidrag till ökad förståelse för den svenska bolagsstyrningsmodellen, Kodens betydelse för ökat förtroende, investerarnas intresse för Koden samt Kodens inverkan på företagens bolagsstyrning. Sedan beskrivs risken för att Koden enbart blir ett spel för galleriet. Därefter diskuteras avvikelser och Kodens nytta i förhållande till dess resursanspråk. Vidare beskrivs Kodens betydelse för valberedning och intern kontroll. Avslutningsvis diskuteras självreglering kontra lagstiftning, de nya EG-direktiven samt huruvida Koden kan bidra till att undvika företagsskandaler i framtiden.

Begreppet bolagsstyrning handlar om organisering av ansvarsfördelningen mellan ägare, styrelse och företagsledning för att säkerställa att ledningens handlande ligger i linje med ägarnas intressen. Styrningen av bolaget ska resultera i att ägarnas avkastningskrav uppfylls och på det sättet bidra till samhällsekonomisk effektivitet och tillväxt (Sevenius 2007, s. 52-53). Detta överensstämmer med Shareholder Value-perspektivet som beskrivits i teoriavsnittet ovan. En förståelse av fenomenet bolagsstyrning och hur denna ser ut i Sverige är av grundläggande betydelse för att förstå hur olika intressenter ser på den Svenska koden för bolagsstyrning.

Av grundläggande betydelse för samhällsekonomi och investeringsviljan är ett gott förtroende för de börsnoterade bolagen hos allmänheten, samt mellan aktörerna i näringslivet. För att uppnå detta ställs idag krav på ökad transparens och en ökad informationsutgivning till ägare och andra intressenter (Severin-Danielsson et al, 2008, s. 7). Systemen för bolagsstyrning skiljer sig väsentligt mellan länder och i företag. Faktorer som kultur, lagar och sedvänjor påverkar systemet och innebär betydande tröghet vid förändring av systemen (Blom, 2007, s. 9). Begreppet utvecklas ständigt och någon enhällig definition av bolagsstyrning existerar inte. Vanligen uppfattas bolagsstyrningen som en norm, vilken påbjuder att företagen skall visa "god bolagsstyrning". De oegentligheter, "företagsskandaler", som på senare tid förekommit anses bero på "bristande bolagsstyrning" i företagen (Sevenius 2007, s. 55-57). I Sverige regleras bolagsstyrningen av både skrivna regler och praxis. Regelverket utgörs främst

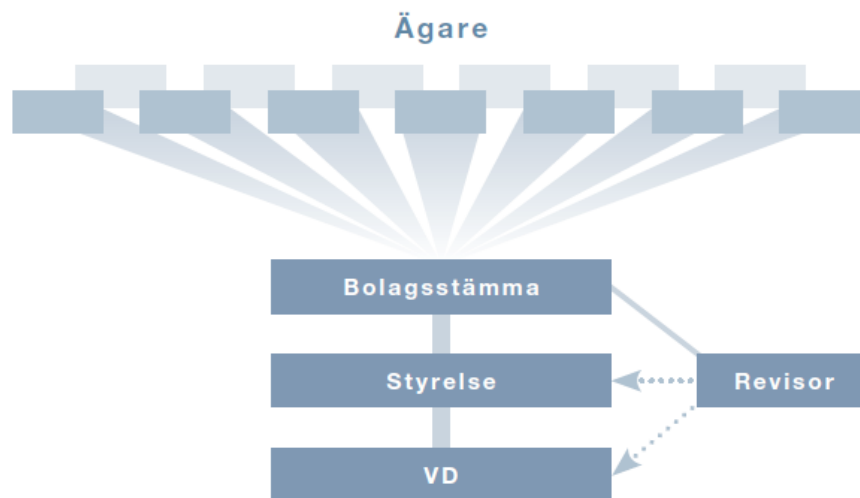
av Aktiebolagslagen men även av Koden, OMX Nordic Exchange Stockholms noteringskrav samt uttalanden från Aktiemarknadsnämnden.

Enligt Sevenius (2007, s. 60-61) är bolagsstyrning en tolkningsmodell för de intressekonflikter som existerar inom ett företag och för lösningarna av dessa konflikter. I enlighet med vad som beskrivits i teoriavsnittet kan agentkostnaderna minska när ägare och företagsledning arbetar mot samma mål. Inom bolagsstyrningen identifieras två av de främsta intressekonflikterna som de mellan majoritetsägare och minoritetsägare samt mellan aktieägare och företagsledning. Dessa intressekonflikter skapar kostnader för både företaget och samhället. I Sverige försöker Aktiebolagslagen att lösa eller mildra de intressekonflikter som existerar i ett företag genom olika regleringsmodeller. Beträffande konflikten företagsledning kontra aktieägare innehåller Aktiebolagslagen regler för att se till att företagsledningen inte missbrukar sitt inflytande över bolaget utan är lojal mot aktieägarna. Det så kallade lagstadgade vinstsyftet i Aktiebolagslagen 3:3 är ett exempel på en sådan regel. Än viktigare för lojaliteten kan de så kallade jävsreglerna sägas vara, vilka stadgar att företagsledningen inte får sluta avtal eller företräda företaget i frågor som rör relationerna mellan företaget och företagsledningen, tredje person eller juridisk person, om de har ett väsentligt intresse som kan strida mot företagets intresse. Konflikten mellan majoritet och minoritet regleras genom de så kallade minoritetsskyddsreglerna, vilka utgörs främst av likhetsprincipen och generalklausulen. Dessa stadgar att alla aktier skall ha samma rättigheter i förhållande till företaget samt att inga beslut får fattas av bolagsorganen som ger otillbörlig fördel åt en aktieägare eller annan till nackdel för företaget (Sevenius, 2007, s. 129-130).

5.2.1 De fyra bolagsorganen

Aktiebolagslagen innehåller grundläggande regler om bolagets organisation och maktfördelning mellan bolagsorganen. Enligt denna skall det i ett svenskt aktiebolag finnas fyra bolagsorgan; tre beslutsorgan och ett kontrollorgan. De tre beslutsorganen utgörs av bolagsstämma, styrelse och VD, vilka står i ett hierarkiskt förhållande till varandra (Svensk kod för bolagsstyrning 2008, s. 10). I teoriavsnittet om byråkrati skildras att tydliga beskrivningar för roll- och ansvarsfördelning kan hjälpa till att

effektivisera och strukturera arbetet. Samtidigt identifieras risk för intressekonflikter samt ett åsidosättande av organisationens större, mer övergripande mål.



Figur 1.
De fyra
bolagsorganen.

Källa: Svensk kod för bolagsstyrning, 2008.

Bolagsstämman är bolagets högsta beslutande organ genom vilken aktieägarna kan utöva sin makt. Stämman kan avgöra varje fråga som inte uttryckligen faller under ett annat bolagsorgans exklusiva kompetens och dess beslut ligger till grund för bolagets uppkomst, bestånd och avslut. Enligt Aktiebolagslagen ska bolagsstämman årligen utse bolagets styrelse och revisor, fastställa balans- och resultaträkningar, fatta beslut om disposition av vinst/förlust samt bevilja ansvarsfrihet för styrelseledamöter och VD. De aktieägare som är upptagna i aktieboken har rätt att närvara på stämman och där ta initiativ till ärenden, yttra sig samt ställa frågor till företagsledningen (Sevenius 2007, s. 132-134).

Styrelsen skall svara för organisation och förvaltning av bolaget. De skall agera så att företagets verksamhetsföremål uppfylls och så att bolaget ger avkastning i enlighet med det lagstadgade vinstsyftet. Detta ligger i linje med Shareholder Value-perspektivet. Styrelsen är den främsta företrädaren för företaget och är ytterst ansvarig för att säkra en betryggande kontroll över de ekonomiska förhållandena i bolaget (Sevenius 2007, s. 134). Den skall bestå av minst tre ledamöter, varav en skall utses till styrelseordförande. Enligt OMX Nordic Exchange Stockholms noteringskrav får högst en av ledamöterna arbeta i bolagets ledning. Detta medför att svenska styrelser i börsnoterade bolag till en majoritet består av så kallade non-executive directors, det vill säga externa ledamöter. I

linje med en positiv syn på aktivt och ansvarstagande ägande i Sverige ger detta en möjlighet för större ägare att tillsätta en majoritet av styrelsen med personer knutna till dessa ägare (Svensk kod för bolagsstyrning 2008, s. 12-13).

Verkställande direktören ansvarar för den löpande förvaltningen enligt skriftliga instruktioner från styrelsen. VD är bolagets verkställande organ vilket hierarkiskt är underordnat styrelsen (Svensk kod för bolagsstyrning 2008, s. 13).

Revisorn skall granska dels bolagets årsredovisning, dels styrelsens och verkställande direktörens förvaltning. Det sistnämnda är något som internationellt sett är tämligen unikt. Revisorn utgör företagets kontrollerande organ och väljs av samt rapporterar till bolagsstämman, vilket ställer stora krav på oberoende och självständighet (Sevenius 2007, s. 135-136).

5.2.2 Kodens bidrag till ökad förståelse för den svenska bolagsstyrningsmodellen

Under våra intervjuer har vi från fler personer fått svaret att den svenska modellen för bolagsstyrning ofta är svår att förklara för utländska investerare. Jan Persson från Svenskt Näringsliv anser att Svensk kod för bolagsstyrning i mycket kan bidra till att förklara den svenska synen på ordning och reda, på de processer som är verksamma i svensk bolagsstyrning samt vårt sätt att arbeta med ersättningskommittéer och dylikt. Representanter för investmentbolagen påpekar att Sverige innan Kodens införande nästan alltid kom lägst i den ranking av global bolagsstyrning som görs av Institutional Shareholder Services på grund av att de inte förstod den svenska modellen, vårt system med röstvärdesdifferenser, etcetera. Representanterna för de institutionella ägarna delar denna syn och påpekar att Sverige tidigare hamnat lågt enbart på grund av det faktum att vi saknat en Kod. De menar att Kodens införande var en nödvändighet och att Sverige inte hade något annat alternativ på grund av tycket utifrån. En av representanterna för investmentbolagen delar denna syn och menar att många investerare egentligen inte är så insatta i vad Koden innehåller, utan enbart ser till det faktum att det faktiskt finns en Kod. Koden blir enbart en sanitetsfråga som inte nödvändigtvis förbättrar bolagsstyrningen, men som innebär en finansiell

konkurrensnackdel för Sverige om den inte skulle implementerats. En av representanterna för investmentbolagen framhåller vidare att när Institutional Shareholder Services väl fick kunskap om hur vår modell fungerar, med den högsta beslutande makten hos bolagsstämman istället för hos styrelsen, började de t.o.m. uttrycka åsikter om det svenska systemet som överlägset många andra på flera områden.

I USA är ägandet väldigt fragmenterat, vilket påverkar bolagsstyrningen. Stora skillnader finns mellan bolagsstyrningen i Sverige jämfört med i USA. Styrelsen är där det centrala maktorganet, vilket utser både valberedning och revisor. För att få upp en fråga på bolagsstämman måste en aktieägare samla ett visst antal röster, i övrigt blir bolagsstämman enbart ett sätt för styrelsen att få igenom sina förslag. Rolf Skog, Aktiemarknadsnämndens direktör, framhåller att många av de amerikanska investerarna visserligen kan förstå separationen mellan ledning och styrelse, men de menar att Sverige istället har problemet med att en majoritet misshandlar minoriteten. I likhet med vad som nämnts i slutet av avsnitt 5.1.5 om ägarstrukturens påverkan på behovet av en bolagsstyrningskod innebär en misshandel av minoriteten att agentkostnaderna inte kan sänkas för minoriteten. Rolf Skog är tveksam till att Koden kan bidra till en bättre förståelse för det svenska bolagsstyrningssystemet. Han anser vidare att Koden endast marginellt kan locka utländskt kapital till Sverige. Dock instämmer han med åsikten att de svenska företagen riskerar medial badwill om Sverige antingen saknar en Kod, om den är av för dålig kvalitet, om den är för avvikande från internationell mall eller om för många företag avviker från den, trots att de lämnar förklaringar till detta. En styrelseordförande i ett bolag noterat på Small Cap-listan är övertygad om att Koden inte bidrar till att locka utländskt kapital till Sverige, speciellt inte för bolag noterade på Small Cap-listan. Han menar att utländska investerare och fonder inte intresserar sig för företag på denna lista. Även en av de jurister vi talat med anser att Sverige i lika hög grad skulle kunna locka till sig utländskt kapital utan en Kod för bolagsstyrning.

5.2.3 Kodens betydelse för ökat förtroende

Beträffande Kodens bidrag till ökat förtroende för de börsnoterade bolagen skiljer sig åsikterna åt bland de personer vi intervjuat. Rolf Skog, Aktiemarknadsnämndens direktör anser att Koden inneburit betydligt ökad transparens och därmed ökat förtroende. Representanterna för de institutionella ägarna anser att förtroendet för de börsnoterade företagen har ökat, men att det även beror på andra saker än Kodens införande. En Ekonomi- och Finansdirektör vid ett bolag listat på Mid Cap framhåller att förtroendet för börsnoterade bolag handlar om andra faktorer än Koden, till exempel hur företagen uppträder kontinuerligt över tid. En styrelseordförande på ett Mid Cap-företag delar denna åsikt och menar att förtroendet för de börsnoterade bolagen varierar, men att det inte enbart beror på Koden. Han anser att fokus ibland hamnar på fel saker och att det ökade förtroendet hos allmänheten beror på ökad byråkrati, inte stärkt affärsmässighet. Bland representanter för både Mid och Small Cap finns åsikter om att Koden snarare bidragit till sämre förtroende för de börsnoterade bolagen. En styrelseordförande vid Mid Cap menar att Koden är ett politiskt verk som endast skenbart ger ökad transparens. Han framhåller att marknadens förtroende för företagen inte beror på tillämpningen av Koden, utan hur företagsledning och styrelse arbetar. Som exempel ges Carnegie, för vilket allmänheten idag har svagt förtroende trots att företaget tillämpat Koden och tidigare gett intryck av att inneha en god bolagsstyrning.

5.2.4 Investerares intresse för Koden

Beträffande respons från investerare är åsikten hos majoriteten av de tillfrågade att investerare inte har stort intresse i hur företagen tillämpar Koden. I de fall investerare kontaktar företagen och ställer frågor om Kodens tillämpning är dessa främst utländska investerare som är intresserade av hur företaget utvecklas eller hur Koden följs. En företagsrepresentant vid Mid Cap framhåller att detta inte nödvändigtvis betyder att investerare är ointresserade av frågor kring Koden, utan redan är kunniga inom detta område alternativt att företagen redan lämnar den information som anses nödvändig. En styrelseordförande vid Small Cap menar dock att investerare i små och medelstora bolag inte har intresse av de frågor Koden behandlar, utan enbart ser till företagsledningens och styrelsens arbete. Detta bekräftas av en representant för

investmentbolagen, som anger att efterlevnaden av Koden helt saknar betydelse för deras investeringsbeslut. Då de oftast kräver en bolagsstyrningsstandard som är mer långtgående än den Koden kräver, skaffar sig investmentbolaget ändå bättre insyn i kontrollen och bolagsstyrningen än vad Koden kan tillhandahålla. Auktoriserad revisor Eva Blom, auktoriserad revisor, är av uppfattningen att investerare känner tillförlitlighet till informationen men att de använder sig av den i större eller mindre utsträckning. Hon tror att investerare vet att bolagsstyrningsrapporten och rapporten om intern kontroll avseende den finansiella rapporteringen mer är en beskrivning av företagets sätt att hantera dessa frågor än en garanti för till exempel fullständig effektivitet. Eva Blom menar vidare att informationen i bolagsstyrningsrapporten inte är av stor betydelse ur ett revisorsperspektiv, då revisionsarbetet innebär att kunskapen om bolagsstyrning och intern kontroll redan finns hos revisorerna. Hon anser dock att det kan vara intressant att se hur företagen själva beskriver de interna processerna och menar att den publicerade informationen inte alltid stämmer överens med den bild revisorerna har av företaget. Beskrivningen beror till stor del på vem som författat texten och ibland görs detta av en person som inte har tillräcklig kunskap om frågorna, till exempel en jurist eller anställd på informationsavdelningen. Detta resulterar i att beskrivningen ibland blir bra, men ibland även misslyckas med att spegla företagets verkliga förhållanden. I likhet med vad som ovan nämnts påverkar bolagsstyrningens effektivitet agentkostnaderna.

En av de jurister vi talat med menar att institutionella ägare enbart perifert använder sig av den nya informationen; framför allt är det siffror och annat innehåll i årsredovisningen som blir föremål för granskning vid deras analys av potentiella investeringsobjekt. Per Lekvall vid Kollegiet för svensk bolagsstyrning menar att Kollegiet får in mindre frågor från till exempel institutionella ägare än de väntat sig, vilket också kan tyda på att dessa inte har intresse av den nya information som Koden resulterar i, till exempel bolagsstyrningsrapporten. Han menar att det kan krävas utveckling över tid innan de institutionella investerarna börjar använda sig av denna information, då den som ovan nämnts är svår att räkna på. Detta bekräftas av representanterna för de institutionella ägarna, vilka framhåller att denna information i mycket liten utsträckning används vid investeringsbeslut just av den anledningen att den är svår att kvantifiera. En av representanterna framhåller emellertid att en

utökning av informationens användande är önskvärd och att diskussioner om detta pågår. Han menar att Koden har bidragit till att mindre arbete behöver läggas på kontroll av hygienfrågor, till exempel att kallelse till bolagsstämma skett i tid, vilket lämnar utrymme till analys av andra frågor.

Vidare anser båda representanterna för de institutionella ägarna att Koden bidragit till en förändring av deras ägarroll. Framförallt märks detta i arbetet i valberedningarna, där de institutionella ägarna blivit mer aktiva. En av representanterna menar att Kodens införande har förbättrat och förenklat företagets arbete, speciellt i och med den reviderade versionen. Detta på grund av att problemen med bolagsstyrning oftast är större i de mindre bolagen, vilka i högre grad än stora företag saknar resurser för dessa frågor. Han framhåller vidare att vissa ändringar även gjorts i företagets befintliga ägarpolicy efter Kodens införande. Delar som överlappar Koden har tagits bort och andra där företaget önskar gå längre Koden har accentuerats. Uppfattningen hos majoriteten av företagsrepresentanterna är dock att det institutionella ägandet ej förändrats i och med Koden.

5.2.5 Kodens inverkan på företagens bolagsstyrning

Majoriteten av de tillfrågade intervjupersonerna var av åsikten att det mesta av Kodens innehåll redan hade tillämpats av de större företagen även innan Kodens införande. På det sättet ansågs Kodens bidrag till förbättrad bolagsstyrning vara mindre. Dock framhåller Jan Persson från Svenskt Näringsliv att många bolag saknade ordning och reda innan Koden implementerades, men med hjälp av dess regler fått mer struktur på sina bolagsstyrningsprocesser. En representant för institutionella investerare menar, som nämnts ovan, att Koden bidragit till att mindre arbete behöver läggas på kontroll av hygienfrågor, till exempel att kallelse till bolagsstämma skett i tid. Bland de mindre företagen är dock meningen en annan. Flera av representanterna för bolag från Small och Mid Cap-listorna anser att Koden inte bidragit till förbättrad bolagsstyrning. En styrelseordförande i ett bolag listat på Mid Cap-listan menar till och med att Koden tvärtom har försämrat bolagsstyrningen i bolagen. En annan representant på samma position anger att han inte lägger ner tid på att grundligt läsa igenom Kodens regler, utan förlitar sig på sina kollegor och på att kunskapen kommer efter hand.

5.2.6 Spel för galleriet?

De flesta av uppgiftslämnarna anser också att det finns en risk att Kodens endast blir en slags checklista där bolagen prickar av vad de måste göra och sedan inte ägnar tillräcklig kraft och tanke åt de bakomliggande processerna. En styrelseordförande för Mid Cap framhåller att ingen annan eftertanke kring Kodens regler sker i bolagen. Dock framhåller Eva Blom, auktoriserad revisor, att detta inte är Kodens fel, utan beror på inställningen i företagen till hur den skall hanteras. Risken finns att företagen strävar efter minimal insats då de inte ser värdet av att följa Kodens regler. Hon menar att varken Kod eller lagstiftning kan ändra på en sådan inställning. I enlighet med teorin kring byråkrati tenderar individer i organisationer som blivit påtvingade regler att sakna känsla för att dessa berör dem och det uppstår brist på engagemang för reglerna.

Anders Thunholm, auktoriserad revisor KPMG, påpekar att han har erfarenhet av att mindre bolag i princip kopierar bolagsstyrningsrapporten hos ett större bolag vilket resulterar i att den inte speglar förhållandet i det egna företaget. Detta anser han sker enbart av rädsla för att drabbas av negativ publicitet om avvikelserna är för stora. En representant för institutionella ägare delar denna åsikt och menar att bolagsstyrningsrapporten riskerar att bli som en revisionsberättelse i det att den blir för standardiserad och tappar allt informationsvärde. Detta anser vi skulle innebära att kostnaden för övervakningen ökar utan att leda till minskade agentkostnader. Dock framhåller representanten att bolagsstyrningsrapporterna idag är relativt innehållsrika och har ett visst läsvärde. Om efterlevnaden av Kodens regler endast blir en fråga om att följa en checklista menar han att det istället är upp till ägarna att ställa frågor på bolagsstämman för att få information om dessa frågor.

Majoriteten av representanterna för de mindre bolagen på Mid och Small Cap-listorna menar dock att tillämpandet av Kodens regler enbart är ett spel för galleriet. Endast en av de intervjuade personerna, en Ekonomi- och Finansdirektör i ett mindre bolag på Mid Cap-listan, är av åsikten att Kodens regler inte endast är ett spel för galleriet, utan att företagen ser en charm i att kunna visa att man har ordning och reda. Rolf Skog, Aktiemarknadsnämndens direktör, menar att Kodens regler ibland kan fylla den funktionen att den inte representerar verkligheten, men han anser det finnas viss legitimitet i att ha

den ändå. Om en kod inte existerar riskerar företagen att möta badwill från olika håll, då olika intressenter är mer eller mindre kunniga om bolagsstyrningsfrågor och inte på ett riktigt sätt kan skaffa sig information om företagens bolagsstyrningsprocesser.

5.2.7 Avvikelser från Kodens och "Marknadens dom"

En representant för investmentbolagen anser att vi i Sverige är lutheranska och strävar efter att följa de regler som finns. Då bolagen kan välja mellan följ eller förklara beträffande Kodens regler hade han önskat en mer frekvent användning av förklara, vilket i vissa fall ger en mer bolagsanpassad beskrivning. Även Per Lekvall från Kollegiet för svensk bolagsstyrning menar att det finns en risk att företagen hellre följer Kodens än avviker. Han upplever att företagens styrelser i många fall är rädda för att avvika med negativ publicitet som följd, även om denna konsekvens av avvikelserna har visat sig utebli. Åsikten delas av representanterna för institutionella investerare. En av dessa menar att företagen nog ska ha en väldigt god anledning att avvika innan de väljer att faktiskt göra det. Han anser, som Per Lekvall, att mycket av den negativa publicitet som förväntades vid avvikelser visserligen inte har uppkommit, men att rädslan för detta fortfarande existerar hos företagen. Både denna representant och Per Lekvall anser det önskvärt med fler företag som vågar avvika från Kodens regler med en tydlig motivering till detta. De önskar mer företagsspecifika motiveringar till avvikelserna, istället för standardiserade texter skrivna av en jurist eller annan person inom företaget som andra bolag sedan tar efter. Även här kan alltför standardiserade förklaringar sänka läsvärdet och minska nyttan av övervakningen.

Eva Blom, auktoriserad revisor, har dock svårt att se att företag skulle vara rädda att avvika. Hon har fått uppfattningen att företag, om de undviker "förklara", gör det av bekvämlighetsskäl eller liknande. Hon menar att det ofta är enkelt att följa Kodens och företag därför kan sakna en bra förklaring till att avvika. Majoriteten av de företagsrepresentanter vi tillfrågat uppger också att de inte är rädda för att avvika, bara en tydlig motivering ges. Detta gäller oavsett vilken lista bolagen är noterade på. En styrelseordförande vid Mid Cap ger uttryck för att det flesta accepterar en avvikelse, bara det förklaras. Han menar att även om misstag begås är marknaden tolerant och dömer ej ut företaget på grund av detta.

Av de tillfrågade intervjuobjekten finns ingen som anser att ytterligare sanktioner vid sidan av "Marknaden dom" är nödvändiga eller önskvärda. En styrelseordförande vid Mid Cap uttrycker dock att det skulle räcka för företagen att följa Aktiebolagslagens regler med dess rättigheter, skyldigheter och sanktioner. Dessa skulle i sin tur behöva skärpas och rättssäkerheten i Sverige utökas för att få ordning på "företagsskandaler" och liknande i framtiden. Han menar att ytterligare sanktioner kring Kodens endast skulle resultera i ännu en övervakande enhet som endast önskar tjäna pengar. Detta skulle innebära att till exempel dryga böter skulle införas vid försening av i sammanhanget relativt betydelselösa dokument. En representant för investmentbolagen uttrycker dock att en eventuell samordnad övervakning mellan olika reglerare skulle behövas, där alla aktörer inbegrips.

5.2.8 Kodens nytta i förhållande till dess resursanspråk

Majoriteten av de intervjuade företagsrepresentanterna anser inte att Kodens resursanspråk är större än nyttan den medför. En Ekonomi- och Finansdirektör menar att Kodens krav på snabb och mer omfattande information till aktieägarna ligger i linje med den samhällsutveckling som sker idag. Han anser det rimligt att de som är intresserade av företagets utveckling skall kunna få information om detta. Denna åsikt delas även av en representant från investmentbolagen, som menar att minimikraven i Kodens enbart är en uttolkning av Aktiebolagslagen och därmed något som företagen är nödgade att följa. Han påpekar att om de inte har vilja eller kapacitet att göra detta hör de inte hemma på börsen. På likande sätt resonerar Eva Blom, auktoriserad revisor, som påtalar att företagen skall ha koll på processer, risker, ansvarsfördelning, etcetera. Hon är av åsikten att företag som anser detta resurskrävande inte bör vara noterade. De kan inte kräva att andra människor skall satsa pengar i verksamheten om de inte är beredda att följa de regler som detta medför. För att agentkostnaderna skall kunna minskas är transparens och öppenhet enligt agentteorin av stor betydelse.

Flera av de tillfrågade uppgiftslämnarna är av uppfattningen att kostnaden för att tillämpa Kodens uppfattas som större än nyttan det första året, men att resurskraven redan året efter uppfattas som allt mindre. Majoriteten av de tillfrågade anser också att

resursanspråket är större för de mindre företagen. En styrelseordförande vid Large Cap påtar att dessa kan se en mindre nytta med Koden, då de inte i lika stor utsträckning som de större företagen attraherar utländska investerare och den internationella kapitalmarknaden således är mindre intressant för dessa företag. Han menar dock att nyttan som de mindre bolagen missar är att lagstiftning undviks i och med Koden. Att Kodens resursanspråk upplevs större i de mindre företagen bekräftas av flera styrelseordföranden för både Mid och Small Cap-bolag. En av styrelseordförandena uttalar att Koden enbart tillför meningslöst administrativt arbete utan att tillföra någon nytta. Då företagen ändå tvingas följa Aktiebolagslagen är Koden överflödig och medför bara ytterligare kostnader. Koden blir bara ett sätt att skapa mer arbete åt revisorer och jurister.

Han anser vidare att den entreprenöriella andan i de mindre företagen får stå tillbaka för administration, en åsikt som även delas av flera styrelseordföranden för Mid Cap-bolag. En av dessa menar att skickliga byråkrater får mer fokus än kompetenta affärsmän. Lusten att sitta i styrelser har minskat, då administrativa rutiner blir en allt större del av arbetet. Per Lekvall menar dock att de som uttrycker att Koden begränsar innovationen i företagen inte på ett ordentligt sätt har satt sig in i vad Koden innebär. Han är av åsikten att enbart ett fåtal frågor i Koden är arbetskrävande, till exempel bolagsstyrningsrapport och rapport om intern kontroll avseende den finansiella rapporteringen. Företag kan inte förbise att frågan om hur svenska företag sköts idag är en angelägenhet för samhället och hela befolkningen. Auktoriserad revisor Eva Blom har svårt att se varför den reviderade Koden skulle uppfattas som negativ av de mindre företagen. Hon anser att de borde se den som en möjlighet till att värderas på ett sätt som tidigare inte varit möjligt. I enlighet med teorin kring entreprenörskap är en balans mellan entreprenörsanda och byråkrati nödvändig för att bolagsstyrningen i en organisation skall bli effektiv.

De personer vi intervjuat som var positivt inställda till Koden anser dess omfattning idag vara rimlig. Jan Persson från Svenskt Näringsliv anser att den gamla Koden var alltför detaljreglerad, men att detta har förbättrats i den reviderade versionen; en uppfattning som delas av majoriteten av de tillfrågade intervjuobjekten. Han menar att ett bibehållande av den gamla Kodens detaljrikedom hade inneburit ett alltför betungande

arbete för de mindre bolagen som nu börjat omfattas av Koden. Även här kan betydelsen av balans mellan regler och stimulans betonas.

En av de jurister vi intervjuat anser att vissa regler som uppfattas som självklarheter borde exkluderas ur Koden. Han anser vidare att bland den viktigaste kritik som riktats mot Koden har avsett Kollegiets förenkling och förkortning av bolagskoden. Denna har inte skett i tillräcklig omfattning, utan vissa av Kodens regler överlappar Aktiebolagslagen, vilket kan skapa förvirring kring vilka regler som är tvingande och vilka som kan förklaras bort. Han är av åsikten att Koden borde renodlas och nedkortas ordentligt. En av företagsrepresentanterna från Large Cap bekräftar detta och anser att det vore önskvärt att samla alla lagregler, krav från noteringsavtalet och Koden på ett ställe för att motverka dubbelarbete. En styrelseordförande i Mid Cap menar att allt som står i Koden även står i Aktiebolagslagen, vilket gör Koden överflödig. Jan Persson från Svenskt Näringsliv påpekar dock att en av avsikterna med Koden är att ge en heltäckande bild av bolagsstyrningen i Sverige. Om de regler som även står i Aktiebolagslagen skulle exkluderas i Koden skulle detta syfte ej uppnås. Eva Blom, auktoriserad revisor, är av åsikten att Kodreglernas överlappning med Aktiebolagslagen visserligen ibland kan uppfattas som förvirrande, men enbart av personer i företagsledning och styrelse som är dåligt insatta i vad Aktiebolagslagens regler innebär.

5.2.9 Valberedningar

En fråga som av många anses som Kodens viktigaste bidrag men samtidigt varit föremål för mycket kritik är frågan om valberedningar. Per Lekvall menar att Koden bidragit till att processen kring tillsättandet av styrelsen gått från att helt sakna transparens och insyn till att bli betydligt mer öppen och strukturerad. Diskussioner om att styrelsen tillsattes via kamrater, jaktlag, etcetera försvann inom loppet av ett år. Nu eftersöks istället styrelseledamöter med rätt kompetens i en bredare krets av kandidater. Valberedningen är också tvingad att motivera sitt förslag till styrelse för bolagsstämman och kan ställas till svars om de inte fullgjort sitt jobb. Detta kan bidra till att öka trovärdigheten i dessa företag (Severin-Danielsson, 2008, s. 33).

I Kollegiet för svensk bolagsstyrnings Årsrapport 2008 framhålls också att de nya reglerna ger ägarna ett ökat inflytande över styrelsens sammansättning, vilket skapar förutsättningar för skapande av ökat värde och utveckling (Årsrapport 2008, s. 20). Detta ligger i linje med teorin kring skapande av Shareholder Value. Eva Blom, auktoriserad revisor, delar Kollegiets åsikt och menar att den utvärdering av styrelsen som varje år skall göras och som valberedningen skall ta del av ytterligare har ökat transparensen kring styrelsens arbete. Representanter för de institutionella ägarna är också positiva till valberedningar och menar att dessa bidrar till en förändring av de tidigare alltför homogena styrelserna. En av representanterna framhåller dock att vissa problem kan uppstå då de institutionella ägarna ingår i valberedningarna utan att ha särskilt stor kunskap om den bransch företaget verkar i. Han menar att detta kan lösas genom att de institutionella ägarna istället får se till att förbättra processerna kring tillsättande av styrelser och ständigt ifrågasätta motiveringen av kandidaterna.

Kritiken mot Kodens bestämmelser om valberedningar riktar sig främst mot de oberoendekrav som anges.² Reglerna kring valberedningens sammansättning är också de av Kodens bestämmelser som flest företag avviker från. Särskilt vanligt är avvikelser kring detta i bolag med koncentrerat ägande (Årsrapport 2008, s. 10). En styrelseordförande i ett Large Cap-bolag menar att oberoendekraven kan vara lite krångliga att möta, men att kraven egentligen inte är så höga. Dessutom har företagen alltid möjlighet att avvika från denna punkt. Han anser dock det positivt att inte all makt kring styrelsens sammansättning ligger hos en enda huvudägare. I bolag med spritt ägande menar han att det bidrar till minskat förtroende och övriga mindre aktieägare kan förbises. I enlighet med agentteorin kan, som tidigare behandlats, förbiseende av minoritetsintresset innebära ökade agentkostnader för denna grupp. Flera representanter till bolag vid Mid och Small Cap-listorna uttrycker dock tveksamhet kring oberoendekraven. En styrelseordförande vid Mid Cap saknar förståelse för dessa och menar att hela det ekonomiska systemet förändras om aktieägare inte skall kunna rösta in de ledamöter som de önskar enligt vanliga majoritetsregler. Han menar vidare att en bolagsstämma inte är en demokrati där en individ innehar en röst, utan bygger på kapitalism i form av att en aktie innebär en röst. Stora fonder är av åsikten att oberoende ledamöter med nödvändighet innebär mer ädla människor. Detta är dock en

² Se avsnitt 4.3 om Svensk kod för bolagsstyrnings innehåll.

felaktig uppfattning enligt styrelseordföranden. Han menar att det viktiga istället är att hitta en engagerad fysisk person som driver företaget. Om inte makten ligger hos ägarna blir resultatet en ledning som agerar i likhet med ledningen i Skandia och Carnegie.

I Kollegiet för bolagsstyrnings Årsrapport 2008 anges också att många företag upplever brister i engagemang och integritet hos valberedningens ledamöter. Detta anses av många bero på att de institutionella ägarna inte har ett tydligt mål med sitt ägande. Även oro har uttryckts kring bristen på kompetens och erfarenhet hos de enskilda ledamöterna (Årsrapport 2008, s. 20). En styrelseordförande vid Small Cap uttrycker att personer med aktier, med makt, skall tillsätta styrelsen. Om en oberoende ledamot som inte representerar aktier utan enbart är en tjänsteman får makt fyller denna person enbart rollen av ytterligare en revisor. Han menar att styrelseledamöter skall tillsättas efter kompetens och ingenting annat. Rolf Skog anser att styrelsen egentligen är den som borde ha mest inflytande kring den nya styrelsens sammansättning, då ofta har både kompetens och mest insyn. Dock påpekar han att det är något principvidrigt i att styrelsen tillsätts av styrelsen, detta borde vara en ägarfråga. Viktigt blir att se till ägarstrukturen i det enskilda landet. Denna åsikt delas av en representant för investmentbolagen som uttrycker att det till och med är bra att ledamöterna är beroende i förhållande till de stora ägarna. Så länge vi i Sverige har strukturen med A- och B-aktier i kombination med få ägare kommer situationen kvarstå att många bolag har en huvudägare, vilket är relativt ovanligt internationellt sett. Detta är en del av den svenska modellen, men håller, som vi tidigare nämnt, bitvis på att luckras upp.

Risk har också framhållits att valberedningar kommer att ägna sig åt andra frågor än nomineringen och arvodering och genom detta bli ett slags "överstyrelse". Risker blir att roll- och ansvarsfördelningen mellan styrelse och valberedning därmed blir otydlig (Severin-Danielsson, 2008, s.20). En styrelseordförande vid Large Cap bekräftar att det kan förekomma synpunkter på strategi och andra frågor i valberedningen. Han menar att det är viktigt med fokus på den ursprungliga uppgiften att förse aktieägarna med förslag till ledamöter i styrelse och revisor samt förslag till arvodering av dessa. En representant för investmentbolagen är av samma uppfattning och menar att det länge diskuterades många olika frågor i valberedningarna. Han påpekar också att ledamöterna i valberedningen får vara aktsamma så att de inte får tillgång till för mycket information

om företaget och därmed blir insiders. Speciellt institutionella ägare får vara vaksamma, då de annars inte som pensionsförvaltare kan handla med aktien. Ur institutionellt ägarperspektiv påpekas att huvudägaren ofta vill diskutera andra frågor när de största ägarna ändå är samlade. En av representanterna framhåller risken att valberedningen blir en "överstyrelse", men menar att det nog inte är någon som önskar en sådan utveckling. Samma representant uttrycker också det olyckligt att maktkretsen blir relativt snäv, då endast de fyra eller fem största ägarna är involverade. Eva Blom, auktoriserad revisor, betonar att förtydligandet i den reviderade Koden om att valberedningens enda uppgift är val och arvodering till styrelse och revisor har klargjort roll- och ansvarsfördelningen. Hon menar att en valberedning ändå måste ta del av viss information om företaget, såsom målsättning och strategiarbete, för att kunna på ett rimligt sätt bedöma hur sammansättningen av styrelsen skall se ut.

5.2.10 Kodens bidrag till förbättring av Intern kontroll

Flera av respondenterna uttrycker att graden av fokus på intern kontroll har svängt som en pendel över tiden. Under 1960-talet hade i princip alla stora företag en intern kontrollavdelning, vilket innebar en centraliserad intern kontroll. Under 1970-talet ansågs dock inte den interna kontrollen fylla någon funktion, varvid dessa avdelningar lades ned och fick en lägre status. Uppmärksamheten har dock återigen ökat för den interna kontrollen, till viss del tack vare Koden. Detta har resulterat i en högre status för internkontrollavdelningen (Lekvall, 2008).

Åsikterna kring huruvida Koden har förbättrat bolagens interna kontroll skiljer sig åt. Flera av företagsrepresentanterna uppgav att deras organisationer redan innan Kodens implementering haft krav på en god intern kontroll, varvid Koden för denna fråga inte har haft betydelse i någon vidare bemärkelse. En företagsrepresentant från Mid Cap-listan anser att fokus på den interna kontrollen administrativt sett inte har förändrats, utan det är den kommersiella sidan som erhållit ett större fokus. En annan företagsrepresentant uttrycker att kvalitet i den interna kontrollen inte kan skapas med påtvingade regler. Regler som företagsledningen saknar engagemang och förståelse för resulterar inte i någon förhöjd kvalitet av den interna kontrollen. I linje med detta uttrycker Eva Blom, auktoriserad revisor, att hur man ser på frågan får en stor betydelse

för den interna kontrollen. En del väljer att göra så lite som möjligt, då intern kontroll kräver resurser och kompetenser som inte alla har eller anser vara befogade. Per Lekvall menar dock att Koden har förbättrat den interna kontrollen, då styrelsens ansvar kring denna uppgift har tydliggjorts. Innan Koden existerade fanns det en uppfattning om att externrevisorerna tog hand om de viktiga frågorna, men då dessa uppgifter inte ingick i revisionsarvodet hanterades de inte av revisorerna utan hamnade istället mellan stolarna.

Ett flertal av de personer vi intervjuat anser också att Koden inneburit en mer strukturerad och dokumenterad intern kontroll. En majoritet av de tillfrågade anser vidare att frågan om intern kontroll har lyfts till en högre nivå, och beretts ett vidare utrymme i styrelsearbetet. Detta bekräftas av en företagsrepresentant från Mid Cap-listan, som uppger att Koden skapar en trygghet för företagsledningen vid utvärderingen av huruvida den interna kontrollen fungerar. En av representanterna för de institutionella ägarna tror att den interna kontrollen har uppstramats, men anser det viktigaste bidraget vara att företagen genom förklaringar tvingas tänka igenom hur de faktiskt organiserar sin kontroll. Kritik har även framförts kring Koden som alltför resurskrävande i en mindre entreprenörsdriven organisation. En företagsrepresentant för ett Mid Cap-bolag bekräftar detta och anser att Koden belönar byråkrater på entreprenörers bekostnad, medan en annan företagsrepresentant från samma lista är av avvikande mening och istället anser att Koden kan ses som ett verktyg för att skapa ordning och reda i en entreprenörsdriven organisation.

5.2.11 Självreglering eller lagstiftning?

En majoritet av de personer vi intervjuat framhåller att självreglering är överlägsen lagstiftning på bolagsstyrningsområdet. De anser att lagstiftning är en relativt tidskrävande process, som resulterar i ett antal minimiregler anpassade för att kunna tillämpas av alla företag som ska omfattas av lagen. Självreglering anses däremot vara en mycket flexibel process, där möjligheten till snabb omställning är stor. Självregleringen har också fördelen att ambitionsnivån höjs till en högre nivå än lagstiftningens minimiregler. Detta framhålls både av flera företagsrepresentanter och av Per Lekvall från Kollegiet för svensk bolagsstyrning. En av riskerna med lagstiftning är att bolagen

minskar sin informationsutgivning till lagens miniminivå, vilket kan medföra reducerad transparens (Severin-Danielsson et al, 2008, s. 11). Att de personer som utformar reglerna, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, känner till vad som fungerar bra och dåligt på marknaden anser Jan Persson från Svenskt Näringsliv vara ytterligare en fördel med självregleringen. Det innebär att självregleringen blir marknadsnära och att reglerna fungerar i praktiken. En av de institutionella ägarna identifierar dock att det finns en risk att självregleringen blir en klubb för inbördes beundran, där man klappar varandra på ryggen och säger att systemet fungerar bra som det är. Risken för att detta blir konsekvensen bekräftas också av en styrelseordförande i ett Mid Cap-bolag. Han framför vidare att resultatet blir att det främst är tjänstemän från stora företag som söker sig till Kollegiet, medan entreprenörer lyser med sin frånvaro. Majoriteten av dem som är positiva till Koden understryker vikten av att hålla självregleringsdiskussionen levande, för att bibehålla en hög ambitionsnivå, och därmed undvika lagstiftning på bolagsstyrningsområdet. Enligt teorin om byråkrati som beskrivits tidigare skapas en större efterlevnad av regler om de som omfattas känner engagemang inför dem. Om reglerna istället enbart uppfattas som påtvingade, tenderar de däremot att brytas mot.

Initiativet till att utveckla Koden kom från regeringens Förtroendekommission. Staten fanns även representerad i kodgruppen, som hade till uppgift att utveckla den Svenska koden för bolagsstyrning. Detta har inneburit att Koden är en form av samreglering mellan staten och det svenska näringslivet (Kollegiet för svensk bolagsstyrnings hemsida, 15 november 2008). En av uppgiftslämnarna från investmentbolagen ansåg att detta samarbete var under galge, det vill säga ett hot om att näringslivet tvingades acceptera detta för att undvika lagstiftning. Han konstaterar dock att resultaten, i slutändan, blev ganska bra. Eva Blom, auktoriserad revisor, anser att statens delaktighet var nödvändig. Hon uttrycker även att diskussioner och samarbete mellan politiker och näringsliv inte har varit något ovanligt fenomen i Sverige, utan har förekommit historiskt under benämningen Harpsundsandan. En av de institutionella ägarna anser dock att det är principiellt olyckligt när lagstiftaren engagerar sig i självreglering, då gränsen mellan lagstiftning och självreglering riskerar att bli otydlig. Han anser dock inte att statens inblandning har resulterat i en sämre kod.

Flera av de personer vi har intervjuat har varit med och utsett representanterna i Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Detta innebär att deras uttalanden om Kollegiets sammansättning innebär ett självgranskningsshot, varvid dessa får en lägre tillförlitlighet. Vi har därför lagt större vikt vid vad övriga respondenter svarat i denna fråga. Flera av de tillfrågade personerna känner stort förtroende för Kollegiets ledamöter. En av de institutionella ägarna är dock av avvikande åsikt och framför stark kritik mot att det är marknads insiders som utarbetar Koden. Därmed uppstår en risk att Koden utformas efter deras egna intressen. Detta ligger i linje med agentteorin, där det anges att ombudsförhållanden som dessa medför en risk att välja fel agent som inte agerar i enlighet med näringslivets intresse, så kallad adverse selection. Det faktum att de flesta ägare inte har möjlighet att påverka Koden har enligt representanten medfört en tveksamhet gällande självregleringens fördelar. Han uttrycker vidare att lagstiftning i detta hänseende kan framstå som mer lämpligt då lagar inte gynnar enskilda intressen, utan intar en mer rättvis och objektiv ansats. Kritiken mot vem som ska äga Koden, och därmed kunna göra ändringar av regelverket bekräftas även av en styrelseordförande för ett Mid Cap-bolag. En annan risk, som utmålas både av Eva Blom, auktoriserad revisor, och av en institutionell ägare, ligger i att Kollegiets representanter behåller sina uppdrag alldeles för länge. Det framhålls att det är viktigt med förankring, men att det samtidigt är viktigt att nya representanter, med nya fräscha idéer, bereds plats i Kollegiet. Det anser således att representanternas rotation är av stor vikt för att Kollegiet ska fungera effektivt.

5.2.12 Nya EG-direktiv och Kodens framtid

Inom EU växte det runt 2001-2002 fram en tanke om en gemensam Europeisk kod för bolagsstyrning. En gemensam kod visade sig dock inte möjligt på grund av att de nationella associationsrättsliga regelverken, i för hög utsträckning, skiljde sig åt mellan de olika medlemsländerna. Istället har fler och fler EG-direktiv införts och nya förslag lagts fram för att harmonisera bolagsstyrningen inom den Europeiska Unionen. Självreglering på bolagsstyrningsområdet är främst en Nordeuropeisk företeelse. I södra Europa förstår man inte självregleringsfenomenet vilket är orsaken till att direktiv ofta resulterar i tvingande lagstiftning (Rolf Skog, 2008).

I Sverige har utarbetats lagförslag på hur landet ska möta EG:s åttonde direktiv artikel 41 "Revisionsutskott" samt de omarbetade fjärde och sjunde bolagsdirektiven som innehåller regler som behandlar extern rapportering om intern kontroll och bolagsstyrning. Införandet av EG:s åttonde direktiv artikel 41 "Revisionsutskott" innebär krav på att noterade bolag ska inrätta revisionsutskott samt att revisionsutskottets uppgifter regleras. Syftet med artikeln är att underlätta styrelsens roll som kontrollorgan (Severin – Danielsson et al, 2008, s. 10). Liknande regler finns redan i koden (Svensk kod för bolagsstyrning, 2008). En av förändringarna blir dock att uppföljning och utvärdering av företagets interna kontroll och riskhanteringen ska utföras från ett företagsövergripande perspektiv (Severin – Danielsson et al, 2008, s. 10), istället för att begränsas till den finansiella rapporteringen som Koden idag föreskriver (Svensk kod för bolagsstyrning). Införandet av fjärde och sjunde bolagsdirektiven berör vad som ska rapporteras externt, i form av en "företagsstyrningsrapport". Rapporten ska bland annat innehålla bolagsstyrningsprinciper, beskrivning av intern kontroll och riskhantering med avseende på den finansiella rapporteringen och maktfördelning mellan styrelseorganen. En av skillnaderna mot den nuvarande Svenska koden för bolagsstyrning är att denna rapport ska granskas av en revisor (Severin – Danielsson et al, 2008, s.11). En representant för de institutionella ägarna menar dock att detta kommer att innebära svårigheter, då en definition av intern kontroll saknas. Att bryta ner intern kontroll till något definierbart och granskningsbart är den stora utmaningen. De förändringar som dessa direktiv medför föreslås av utredarna i Ds 2008:5 att regleras i lag; bland annat kommer Aktiebolagslagen och årsredovisningslagen att förändras. När dessa regler blir en del av den svenska lagstiftningen kommer det inom dessa områden inte längre finnas möjlighet att välja mellan att följa eller förklara, utan reglerna skall följas. I avvaktan på dessa nya lagar har Kollegiet valt att exkludera frågorna om ansvar för intern kontroll och riskhantering samt tillhörande rapporteringskrav i den nuvarande Koden. I utredningen DS 2008:5 föreslogs att de nya lagarna skulle träda i kraft i september 2008, dessa planer har dock senarelagt och förväntas nu börja gälla under 2009 (Severin – Danielsson et al, 2008, s.11).

De nya direktiven leder enligt Rolf Skog till att den ena frågan efter den andra, oftast tunga frågor, lyfts ur Koden och istället blir lag. En majoritet av de företagsrepresentanter vi har pratat med ser liksom Rolf Skog en risk att den Svenska

koden för bolagsstyrnings betydelse urholkas, när delar lagstiftas istället. Eva Blom, auktoriserad revisor, tror att Koden kommer att tappa sin betydelse i Sverige, men att den för utländska investerare, som ska försöka förstå den svenska bolagsstyrningen och inte läser in sig på alla nationella associationsrättsliga regler, kan få en fortsatt betydelse. Per Lekvall, företrädare för Kollegiet, uttrycker att Kodens innehåll inte är heligt, utan att delar mycket väl kan komma att lagstiftas istället. Han menar att vi måste vara beredda på att det kan komma politiska initiativ, både nationellt och från EU, som minskar Kodens utrymme. I tider med ekonomisk turbulens, som vi befinner oss i just nu, kan utrymmet för och tilltron till självreglering minska. Det har bland flera företagsrepresentanter uttryckts en oro för att finanskrisen kommer resultera i ökad lagstiftning. Per Lekvall har också uttryckt en oro för att näringslivet inte ser någon mening med att följa Koden och sträva efter självreglering om Kodens regler i slutändan ändå resulterar i lagstiftning. En av de institutionella ägarna uttrycker även ett missnöje över att Sverige har en förmåga att följa EU:s regler till 130 procent. Han menar att om Sverige får välja mellan självregleringen eller lag, kommer Sverige att välja lag, vilket inte alltid innebär det bästa alternativet.

5.2.13 Kan Koden förhindra företagsskandaler i framtiden?

Svensk kod för bolagsstyrning växte, som tidigare nämnts, fram efter ett antal uppmärksammade företagsskandaler, bland annat Skandia. Syftet var att förbättra styrningen av företag samt säkerställa att företagen styrs i enlighet med aktieägarnas intressen. Det är dock få av de personer vi har intervjuat som anser att Koden kan bidra till att nya skandaler förhindras. En av företagsrepresentanterna pekar på att det trots allt är människor bakom bolagsstyrning medan en annan uttrycker att regler och kontroll aldrig kan ta bort dumhet. Sistnämnde representant påtalar också att regler inte är någon garanti för att undvika skandaler och kriser. Banker och andra finansinstitut tillhör branscher som omfattas av ett stort regelverk, men här har Koden inte hjälpt till att förhindra rådande kris för de finansiella företagen. En styrelseordförande i ett Mid Cap-bolag anser istället att bolagsstyrningsproblemen beror på det ansiktslösa ägandet och att skandaler undviks genom starka ägare. Eva Blom, auktoriserad revisor, anser att Koden troligtvis skulle kunna förhindra en del skandaler, men att den absolut inte är någon garant. Hon menar istället att det viktiga är företagsledningens värderingar och

agerande. Om kulturen tillåter en stor riskaptit, sprids riskbenägenheten i bolaget och resultatet blir "... en ökad risk att det går åt skogen" (Blom 2008). Det finns ingen kod i världen som kan förhindra det.

6 Analys

I detta avsnitt tolkas vår empiri mot den teoretiskt ramverk vi presenterat i avsnittet teori. Diskussioner förs kring Kodens bidrag till ökade respektive minskade agentkostnader samt Kodens påverkan på balansen mellan byråkrati och entreprenörskap.

6.1 Kodan – ökade eller minskade agentkostnader?

I vår empiri har vi beskrivit hur intressekonflikter mellan aktieägare och företagsledare i företaget uppkommer genom separationen av ägande och kontroll. Kodan kan bidra till att mildra dessa intressekonflikter genom att skapa lojalitet och en vilja hos företagsledningen att verka i aktieägarnas intresse. Detta kan medföra att agentkostnaderna sänks. Empirin beskriver hur det i Sverige har skett en förändring av ägarstrukturen med bland annat ett ökat institutionellt ägande som följd. Vi har beskrivit hur denna form av ägande skapar ytterligare mellanhänder och en allt större separation av kontroll och ägande. I enlighet med agentteorin skapar detta ökade agentkostnader för aktieägarna. Vidare karaktäriseras det institutionella ägandet av en passivitet i styrningsfrågor. Även detta kan orsaka ökade agentkostnader. Vi menar att dessa kostnader skulle vara möjliga att minska genom att de institutionella ägarna intog en mer aktiv ägarroll. Uppfattningen hos majoriteten av de tillfrågade personerna anser att de institutionella ägarna inte intagit en mer aktiv ägarroll i och med Kodan, förutom möjligtvis i valberedningarna. Om detta stämmer kan Kodan till och med anses ha inneburit ökade kostnader i detta avseende. Detta då agentkostnaderna i detta fall ökat eller förblivit oförändrade, samtidigt som företagen fått ökade kostnader i och med efterlevnaden av Kodan. Sammantaget har detta reducerat Shareholder value.

I vår empiri har beskrivits hur röstvärdedifferentiering har varit ett vanligt förekommande fenomen i svenska aktiebolag. Diskussion har förts kring uppfattningen hos intervjuobjekten om dess påverkan på ägarförändringen i företag. Det har uttrycks en risk att röstvärdedifferentiering bidrar till att företaget går miste om nytänkande och nödvändig utveckling. Om ett ineffektivt och dysfunktionellt ägande blir följden av systemet anser vi att ökade agentkostnader kan skapas. Vi menar vidare att detta system

även kan innebära problem av andra slag. En majoritetsägare har i jämförelse med en minoritetsägare en bättre möjlighet att få en plats i företagets styrelse och därmed erhålla bättre insyn i verksamheten. Innehavare av så kallade B-aktier har därmed mindre möjlighet att påverka agenterna genom övervakning och incitamentprogram, vilket gör dem mer beroende av att de stora A-aktieägarnas intressen överensstämmer med deras egna. I annat fall resulterar detta i ökade agentkostnader för innehavare av B-aktier. Risken att minoritetssägarnas intresse förbises kan anses försvåras genom Kodens oberoenderegler. Om dessa följs kan Kodens således bidra till en minskning av agentkostnaderna för minoriteten. Vi anser att även utländska investerares agentkostnader kan minskas genom Kodens, om denna kan bidra till en ökad förståelse för det svenska bolagsstyrningssystemet med bland annat rösträttsdifferentiering, ansvarsfrihet intressekonflikten mellan majoritet och minoritet. Skulle Kodens framstå som irrelevant eller sakna betydelse för utländska investerares förståelse för den svenska bolagsstyrningen kan den däremot inte bidra till en minskning av agentkostnaderna för dessa intressenter.

Ett ökat förtroende för de börsnoterade företagen genom Kodens kan minska agentkostnaderna för aktieägarna. Åsikterna kring Kodens påverkan på förtroendet skiljer sig åt bland de personer vi intervjuat. Uttryck ges för Kodens som både positiv och negativ för ökandet av allmänhetens förtroende. En av representanterna menar dock att det ökade förtroendet endast är skenbart, då företagen egentligen inte har förändrat något i sin verksamhet. Vi ser en risk i detta och menar att agentkostnaderna till och med kan öka om intressenter upplever ett ökat förtroende för bolagen trots att oegentligheter fortfarande fortgår utan att bli rapporterade. Även Kodens bidrag till ökad transparens har diskuterats. Transparens är i enlighet med vår teori negativt korrelerad med agentkostnader, varvid genomlysning är en viktig övervakningsfaktor i syfte att hålla nere dessa kostnader. På detta vis kan Kodens bidra till en minskning av agentkostnaderna genom att informationsspridningen till aktieägarna ökar.

Flera av de personer vi intervjuat framhåller, vilket beskrivs i vår empiri, risken med att Kodens enbart blir en sanitetsfråga som investerare visserligen bryr sig om huruvida den existerar eller ej, men inte lägger så stort intresse vid. Om Kodens endast innebär merarbete som inte är av intresse för investerare har detta även inverkan på

agentkostnaderna, eftersom övervakning och incitamentprogram inte kan minskas. Samtidigt betalar företaget en kostnad för att implementera Kodens regler, vilket innebär ett minskat Shareholder value som följd. Flera av de tillfrågade anser det dock inte troligt att företag förvränger sanningen i sina rapporter. Om Kodens regler innebär att företag lämnar sanningsenlig information som underlättar för investerare i deras beslut kan detta bidra till minskade agentkostnader.

Uttryck har även getts för att Kodens regler riskerar att bli ett spel för galleriet, där företagen säger sig följa Kodens regler för att skapa legitimitet men att det egentligen saknas substans bakom uttalandena. I vår undersökning är åsikten att Kodens regler inte har bidragit till förbättrad bolagsstyrning speciellt vanlig bland representanter från Mid och Small Cap. Åsikter uttrycks även bland dessa att Kodens regler till och med försämrar bolagsstyrningen, vilket skulle innebära att agentkostnaderna för aktieägare snarare ökar efter Kodens införande. Auktoriserad revisor Eva Blom påpekar att informationen företagen anger i sina bolagsstyrningsrapporter inte alltid överensstämmer med revisorernas bild av de interna processerna. Bolagsstyrningsrapporterna riskerar om denna utveckling fortgår att tappa informationsvärde. Vi menar att om Kodens regler enbart fyller funktionen att lämna standardiserad information kring företagets processer utan att bidra till en förbättring av bolagsstyrningen och transparensen gentemot aktieägare kan den inte heller bidra till att minska agentkostnaderna för dessa. Tvärtom kan agentkostnaderna öka, på grund av ett behov av utökad övervakning av agenterna.

Att företagen i vissa fall lämnar standardiserad information kring sina processer och hellre följer Kodens regler än avviker från dem anser många av våra intervjuobjekt bero på en rädsla för att avvika med negativ publicitet som följd. Risken med rädsla för avvikelser blir att företagen inte använder det mest effektiva systemet för bolagsstyrning, utan ett som upplevs som lämpligt utifrån marknadens synsätt. Även här uppkommer dessutom risken att informationen blir alltför standardiserad och inte speglar det unika förhållandet i företaget. Vad som anförts ovan anser vi öka agentkostnaderna, då tillförlitligheten och informationsspridningen kring rapporterna minskar. Om bristen på avvikelser beror på annat, till exempel bekvämlighet, finns också risken för så kallad adverse selection, det vill säga att ägarna valt en styrelseledamot som ej arbetar för att tillgodose deras intressen.

Redan innan Koden infördes hade ett flertal av de företag vi intervjuade krav på att det inom organisationen skulle finnas en god intern kontroll. Om Koden inte inneburit någon förbättring i dessa företags interna kontroll, bidrar Koden ur ett agentteoretiskt perspektiv inte till att sänka agentkostnaderna, vilket är ett av dess huvudsyften. Dock måste beaktas den ökade transparensen som den interna kontrollrapporten givit upphov till. Denna bör resultera i lägre agentkostnader om aktieägarna tar sig tid att läsa denna. Kostnaden för att implementera Koden i dessa bolag bör dock ha varit relativt låg, och därmed inte påverkat avkastningen i någon anmärkningsvärd omfattning. I vår empiri beskrivs också hur den interna kontrollen har lyfts till en högre nivå genom att styrelsens ansvar har tydliggjorts. Att ansvarroller förtydligas är i enlighet med vårt teoriavsnitt ett rationellt instrument för organisering. När intern kontroll får en större betydelse och ett större utrymme, effektiviseras bolagsstyrningen förutsatt att den interna kontrollen är effektiv. Om så är fallet, blir aktieägarnas kontroll bättre, då informationen som lämnas till aktieägarna får en högre tillförlitlighet. Detta minskar således aktieägarnas agentkostnader.

En del av uppgiftslämnarnas kritik mot Koden som vi presenterat i vår empiri är att kvaliteten i den interna kontrollen inte kan höjas med påtvingade regler. Som beskrivs i vårt teoriavsnitt tenderar regler som en grupp ålägger en annan att resultera i konflikter och bestridanden, vilket vi anser kunna vara en förklaring till denna kritik. Om så skulle vara fallet, och följden skulle bli konflikter, skulle det enligt agentteorin höja aktieägarnas agentkostnader. Som Eva Blom, auktoriserad revisor, påpekar är det av stor vikt hur företagsledningen ser på frågan om intern kontroll. Om detta område anses viktigt skulle företagsledningen istället känna att Kodens regler berör dem, vilket enligt vår teori skulle innebära en förståelse och lojalitet gentemot reglerna. Vi har i vår empiri beskrivit hur flera Ekonomi- och Finansdirektörer ser Koden som ett verktyg för att förmedla vikten av intern kontroll inom hela organisationen. I dessa positioner upplevs alltså Kodens regler om intern kontroll beröra dem, och i enlighet med vår teori känner dessa en större förståelse och lojalitet mot dem.

Frågan om valberedningar har av flera intervjuobjekt framställts som Kodens viktigaste bidrag, men fenomenet har även väckt mycket kritik. Vi anser att Kodens regel om

valberedningar kan bidra till en minskning av agentkostnaderna om processen kring tillsättande av styrelse blir mer transparent och ägarna får större delaktighet i den. Kostnaderna kan även minskas om en bättre analys av de kandidater som föreslås kan göras, vilket förbättrar chanserna till att den mest passande kandidaten blir vald. Detta kan minska risken för så kallad adverse selection. Dock finns, bland annat genom Kodens oberoenderegler, risk att valberedningens ledamöter saknar den kompetens och erfarenhet som krävs. Detta skulle istället kunna öka kostnaderna för adverse selection, då risken att en styrelseledamot som inte innehar de nödvändiga kvalifikationerna utses.

I vår empiri har vi diskuterat självreglering kontra lagstiftning på bolagsstyrningsområdet. Om bolagsstyrningen blir effektivare med självreglering innebär det att Koden har hjälpt till att sänka aktieägarnas agentkostnader, jämfört med vad som skulle vara fallet om Kodens regler istället hade lagstiftats. Vi har dock i vår empiri beskrivit faran för att självregleringen kan riskerar att bli en klubb för inbördes beundran. Detta innebär att Kodens resultat i praktiken inte granskas i tillräcklig omfattning samt att Koden inte utvecklas i den takt den borde. Risken uppstår att bolagsstyrningen blir ineffektiv, vilket istället medför ökade agentkostnader för aktieägarna då osäkerheten stiger.

6.2 Koden – balans mellan byråkrati och entreprenörskap?

I enlighet med teorin är entreprenörsanda och stimulans viktigt för ett företags innovation och utveckling. Dock måste en balans mellan entreprenörsanda och byråkrati skapas för att uppnå effektivitet i bolagsstyrningen. En viss grad av reglering krävs för planering, struktur och kontroll. Vi menar att en sådan balans även kan bidra till en minskning av aktieägarnas agentkostnader. Koden kan bidra till att balans uppnås, men frågan blir huruvida denna är välavvägd. De resursanspråk som Koden innebär uppfattas av en majoritet av de tillfrågade intervjuobjekten inte som större än den nyttan i de flesta av Kodens delar. Detta anser vi kunna vara ett uttryck för att balansen mellan entreprenörsanda och byråkrati är god. Utifrån vår empiri har vi dock inte kunnat dra någon generell slutsats kring detta, då åsikterna har gått brett isär. Intervjuobjekten, främst från de mindre företagen, menar vidare att entreprenörsandan

får stå tillbaka alltför mycket för administration på grund av Koden. Om det saknas balans och byråkratin med dess regler och struktur får övervikt, anser vi det föreligga risk för att bolagsstyrningen inte är effektiv.

Som beskrivits i vår empiri är det vid förändringar i regelverk viktigt att beakta hur individer reagerar på dessa. I enlighet med teorin kring byråkrati medför brist på förståelse och engagemang för regler en risk att dessa inte följs. Risk uppstår även att reglerna istället blir motarbetade och inte byggs in i företaget. Vi menar att det därmed blir viktigt från regelmakarnas sida att skapa förståelse för reglerna hos de som berörs av dem. Skapas inte förståelse för värdet av Kodens regler uppstår risk att företagen endast strävar efter att följa dess minikrav utan ytterligare eftertanke. Det skapande av mervärde som avsetts med Kodens regler riskerar då att gå förlorad. Utifrån vad ovan anförts kan tanken väckas att Kollegiet, genom att verka för att det i både stora och små företag skapas förståelse för Kodens syfte och innebörden av dess regler, i högre grad kunnat bidra till att dessa regler efterföljs med ett större engagemang. Allteftersom krav på implementering av nya direktiv kommer från EU har påpekats att risken även ökar för att företag inte ser någon mening i att följa Kodens regler, då de ändå så småningom kommer att bli lagreglerade. Även här kan bristen på engagemang för Kodens regler öka kostnaderna på samma sätt som diskuterats ovan.

Att Koden utvecklas av Kollegiet för svensk bolagsstyrning som representeras av företrädare för det svenska näringslivet vilka känner till vad som fungerar bra och dåligt på marknaden, anser vi sannolikheten högre att Kodens regler bör fungera i praktiken och inte bara i teorin. Som nämnts i vår empiri har dock uttryckts att Kollegiet saknar representanter i form av entreprenörer, utan sammansättningen präglas istället av tjänstemän. Detta anser vi innebära en risk att balansen som bör eftersträvas mellan byråkrati och entreprenörskap inte uppnås. Konsekvensen av detta kan bli att Kollegiet riskerar att bli allt för fokuserade på sitt eget intresse och sitt interna arbete istället för på sin omvärld. Så kallad adverse selection kan uppstå för näringslivet om Koden utarbetas av en grupp som eventuellt inte tjänar dess intresse.

Av de personer vi har intervjuat är det få som anser att Koden kan bidra till att nya skandaler förhindras i framtiden. Då Koden uppkom efter stora företagsskandaler och

sågs som en nödvändighet för att förhindra dessa, kan anses att Koden i detta avseende inte uppfyllt sitt syfte. Med detta synsätt kan hävdas att Koden därmed enbart innebär en merkostnad för företaget på aktieägarvärdets bekostnad. Det framhålls dock från flera representanter att det väsentliga är företagsledningens värderingar och agerande. Vill dessa agera oärligt och omoraliskt kan varken lagstiftning eller Kod förhindra detta, men det förtar inte betydelsen av att ha sådana regelverk. Framtiden får utvisa Kodens betydelse på detta område.

7 Slutsatser

En av de slutsatser vi har kunnat dra angående Kodens påverkan på svensk bolagsstyrning är att åsikterna kring dess mervärde eller merkostnad går isär. Vi har i vår studie funnit att Koden kan bidra till ett ökat förtroende för de börsnoterade bolagen, vilket minskar agentkostnaderna. Det har dock framhållits en risk att detta förtroende endast är skenbart, något som kan implicera ökade agentkostnader. En annan slutsats vi har kunnat dra är att transparens är negativt korrelerad med agentkostnad och en förändring av transparensen kan resultera i både merkostnad och mervärde för intressenterna. Vi har kunnat konstatera att en högre grad av standardiserade rapporter ökar agentkostnaderna. Då spelar inte heller graden av transparens någon roll.

En annan slutsats vi har kunnat dra är att ju längre bort ägande kommer från kontroll, desto större blir agentkostnaderna. Avståndet kan dock minskas genom en aktiv ägarroll, något som Koden vill främja. Emellertid innebär inte nödvändigtvis ett aktivt ägande att kostnaderna minskar. Det svenska fenomenet med röstvärdedifferentiering kan innebära att en naturlig ägarförändring förhindras, vilket leder till ineffektivitet och ökade kostnader. Det kan också innebära att agentkostnaderna ökar för minoriteten på grund av deras mindre möjlighet att påverka i jämförelse med de röststarka ägarna.

Av vår undersökning kan utläsas att individer i företag vilka upplever att de påtvingats regler, i enlighet med teorin kring byråkrati, känner en motvilja att följa dem. Vi drar slutsatsen att de mindre företagen i högre grad än de större upplever att balansen mellan entreprenörskap och byråkrati saknas. Tillsammans får detta konsekvensen att agentkostnaderna för dessa företags aktieägare inte minskas, då det finns risk att tillräcklig kraft ej läggs på att effektivisera bolagsstyrningen.

8 Resultatens tillförlitlighet och källkritik

De intervjuade representerar alla olika organisationer, vilket skapar risken att svaren utformas utifrån lämplighet istället för verklig åsikt. Vi har lite information om intervjuobjektens incitament till att förvanska svaren eller till och med att ljuga. Detta skapar en begränsning i vår undersökning, något vi har försökt att minska genom personernas anonymitet. Tillförlitligheten till oss som undersökare kan vara låg, vilket kan påverka svaren. Frågorna vi ställt behandlar ett relativt komplext och känsligt ämne, vilket kan innebära att uppriktigheten i svaren begränsas. Risk finns även att vi kan ha tolkat de intervjuade personerna fel.

Dock har vår uppsats fördelen att intervjuer sker med primärkällor, det vill säga de personer som verkligen arbetar med Kodens eller på annat sätt har en nära relation till den och därför kan antas ha god kunskap i frågan. Vi har också en relativt god spridning av intervjupersoner mellan olika intressenter, branscher, storlekar på företag, etcetera, vilket kan bidra till en ökad trovärdighet till studien. Det bör emellertid beaktas att alla företag på Small Cap samt ett antal av företagen på Mid Cap vi talat med precis börjat omfattas av Kodens, vilket innebär att det idag kan vara svårt för dem att på ett korrekt sätt utvärdera Kodens möjliga resultat. Det kan också vara svårt för dem att i nuläget mäta hur kostsamt arbetet med Kodens kommer att bli. Först i samband med nästa årsredovisning skall de enligt Kodens regler ha producerat en bolagsstyrningsrapport samt en rapport om intern kontroll avseende den finansiella rapporteringen.

Våra sekundärkällor utgörs främst av litteratur, men även av remissvar, material från Kollegiet, etcetera, vilka kan anses vara mer subjektiva i denna fråga. Då vårt främsta syfte med studier av just dessa källor var intressenternas egna uppfattningar, ser vi dock inget problem i detta faktum.

9 Källförteckning

Artiklar, Myndighetspublikationer

Departementserien, 2008, *DS 2008:5 Ändringar i EG:s redovisningsdirektiv*.

Hammar skiöld, Peder och Hein, Sandra, 2004-05, *Kommer den nya bolagsstyrningskoden att ge bättre bolagsstyrning och öka förtroendet för näringslivet?*, Juridisk tidskrift, nr 2, 2004-05.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2008, *Årsrapport 2008*.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2008, *Svensk kod för bolagsstyrning*.

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

Statens offentliga utredningar, *SOU 2004:46 Svensk kod för bolagsstyrning – förslag från Kodgruppen*.

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

Böcker

Bill, Frederic och Johannisson, Bengt, 2004, *Entreprenörskapets rationaliteter och irrationaliteter*, Studier i entreprenörskap nr 2, 2004, Växjö universitet, Växjö.

Blom, Martin, 2007, *Aktiemarknadens orienteringens ideologi. En studie av en organisations försök att skapa aktieägarvärde, dess styrning och kontroll samt uppgörelse med sitt förflutna*, Lund Business Press, Lund.

Cronqvist, Henrik och Nilsson, Mikael, 2003, *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 38, nr 4.

Dane, Francis C, 1990, *Research methods*, Brooks/Cole Publishing Company, California.

Henrekson, Magnus och Jakobsson, Ulf, 2008, *Globaliseringen och den svenska ägarmodellen*, Underlagsrapport nr 19 till Globaliseringsrådet, Globaliseringsrådet, Stockholm.

Holme, Idar Mange och Solvang Krohn, Bernt, 1994, *Forskningsmetodik, Om kvalitativa och kvantitativametoder*, Studentlitteratur, Lund.

Jacobsen, Dag Ingvar, 2000, *Vad, hur och varför? Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund.

Jaffee, David, 2001, *Organization theory: tension and change*, McGraw-Hill Book Co, Singapore.

McCrimmon, Mitch, 1995, *Frigör entreprenörsandan!*, svensk översättning: Carl G Ljungman, ISL Förlag AB, Göteborg.

Sevenius, Robert, 2007, *Bolagsstyrning*, Studentlitteratur, Lund.

Severing Danielsson, Katja, Blom, Eva och Nyman, Jessica, 2008, *God sed med koden: självreglering eller lag*, Studentlitteratur, Lund.

Skog, Rolf, 2005, *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?*, Iustus Förlag AB, Uppsala.

Trost, Jan, 2002, *Att skriva uppsats med akribi*, Andra upplagan, Studentlitteratur, Lund.

Internet

Kollegiet för svensk bolagsstyrnings hemsida, Reviderad kod, <http://www.bolagsstyrning.se/sv/0000004.asp>, besöktes 1 november 2008.

Kollegiet för svensk bolagsstyrnings hemsida, Kodens tillkomst, <http://www.bolagsstyrning.se/sv/0000004.asp>, besöktes 15 november 2008.

Kollegiet för svensk bolagsstyrnings hemsida, Kollegiets roll, <http://www.bolagsstyrning.se/sv/0000083.asp>, besöktes 29 september 2008.

OMX Nordic Exchange Stockholms hemsida, Listindelning i olika segment, <http://omxnordicexchange.com/investors/handelsinformation/nordiskaborsen/>, besöktes 1 oktober 2008.

Muntlig och skriftlig delgivning

Arnhög, Mats, 2008, Styrelseordförande Active Biotech, Mid Cap, Muntlig delgivning, 12 november 2008, Stockholm.

Blom, Eva, 2008, Auktoriserad revisor Öhrlings PriceWaterhouseCoopers, Muntlig delgivning, 26 november 2008, Stockholm.

Eliasson, Tomas, 2008, CFO Assa Abloy, Large Cap. Muntlig delgivning, 21 november 2008, Stockholm.

Eriksson, Ossian, 2008, Chef för Bolagsstyrning Första AP-fonden, Muntlig delgivning, 24 november 2008, Stockholm.

Falkenström, Kjell, 2008, Operational Controller JM, Large Cap, Muntlig delgivning, 20 november 2008, Solna.

Gabrielsson, Mats, 2008, Styrelseledamot Borås Wäfveri , Small Cap, Styrelseordförande Opcon, Small Cap, Muntlig delgivning, 20 november 2008, Solna.

Göransson, Kenneth, 2008 CFO Addtech, Mid Cap, Muntlig delgivning, 13 november 2008, Stockholm.

Hedengran, Petra, 2008, Bolagsstyrning och chefsjurist Investor, Large Cap, Muntlig delgivning, 18 november 2008, Stockholm.

Hygrel-Jonsson, Karin, 2008, CFO Axfood, Large Cap, Muntlig delgivning, 11 november 2008, Telefon.

Jacobsson, Lars, 2008, Vice President Financial Reporting and Analysis Ericsson, Large Cap. Muntlig delgivning, 12 november 2008, Kista.

Lekvall, Per, 2008, Sekreterare Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Muntlig delgivning, 11 november 2008, Stockholm.

Munte Nilsson, Charlotte, 2008, Vice President Corporate Governance Investor, Large Cap, Muntlig delgivning, 18 november 2008, Stockholm.

Nicolin, Tomas, 2008, VD och Styrelseledamot Alecta, Muntlig delgivning, 28 november 2008, Stockholm.

Nyrén, Anders, 2008, VD Industrivärden, Large Cap, Vice styrelseordförande i Svenska Handelsbanken, Large Cap, Vice styrelseordförande Sandvik, Large Cap, Styrelseledamot Ericsson, Large Cap, Styrelseledamot SCA, Large Cap, Styrelseledamot SSAB, Large Cap, Ordförande i Aktiemarknadsbolagens Förening och för Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, Muntlig delgivning, 18 november 2008, Stockholm.

Persson, Jan, 2008, Chefsjurist Svenskt Näringsliv, Muntlig delgivning, 6 november 2008, Stockholm.

Petersson, Ingvar, 2008, Styrelseordförande Billerud, Mid Cap, Muntlig delgivning, 24 november 2008, Stockholm.

Qviberg, Mats, 2008, Styrelseledamot Faberge, Large Cap, Styrelseordförande HQ Bank, Mid Cap, Vice styrelseordförande Öresund Investment AB, Mid Cap, Styrelseledamot, Skistar Styrelseordförande Bilia, Small Cap, Muntlig delgivning, 5 november 2008, Telefon.

Skog, Rolf, 2008, Direktör Aktiemarknadsnämnden, Muntlig delgivning, 11 november 2008, Stockholm.

Storåkers, Niklas, 2008, VD Avanza Bank, Mid Cap, Muntlig delgivning, 18 november 2008, Stockholm.

Svernlöv, Carl, 2008, Advokat Baker & McKenzie, Skriftlig delgivning, 11-24 november 2008, E-post.

Thunholm, Anders, 2008, Auktoriserad revisor KPMG, Muntlig delgivning, 3 november 2008, Stockholm.

Ullberg, Anders, 2008, Styrelseordförande Boliden, Large Cap, Styrelseordförande Tieto Enator, Large Cap, Styrelseledamot Atlas Copco, Large Cap, Styrelseledamot Beijer Alma, Mid Cap, Styrelseledamot Studsvik, Small Cap, Medlem i Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Muntlig delgivning, 13 november 2008, Stockholm.

Örtengren, Torsten, 2008, Chef för notering och bolagsövervakning OMX, Muntlig delgivning, 10 november 2008, Stockholm.