

Den reviderade Kodens effekt på informations- givningen i svenska bolags årsredovisningar

Abstract

As of 1 July 2008 the revised Swedish Code of Corporate Governance applies to all Swedish companies whose shares are traded on a regulated market in Sweden. The purpose of this thesis is to investigate whether the introduction of the revised Code has affected the disclosure practice among Swedish companies. We investigate a sample of 43 small and mid cap companies listed on the OMXS Exchange that has previously not been covered by the regulation. We develop a disclosure index, measuring the disclosure level in annual reports before and after the introduction of the Code. The results from the study show that disclosure level has not increased after the introduction of the Code. Furthermore we find that companies that voluntarily implemented the Code before the official date of introduction has a higher disclosure level than firms that previously did not follow the Code at all.

Författare:
Martin Fredrikson, 20672
Kristina Karlsson, 20158

Handledare:
Niclas Hellman

Innehållsförteckning

1. Inledning	3
1.1 Syfte och frågeställning	4
1.2 Avgränsning	4
1.3 Disposition	4
2. Metod	6
2.1 Val av vetenskaplig metod	6
2.2 Dataunderlag	6
2.3 Urval	7
2.4 Statistisk metod	9
2.4.1 t-test	9
2.4.2 Multipel regression	10
3. Teori och tidigare forskning	11
3.1 Agentteorin	11
3.2 Sambandet mellan bolagsstyrning och disclosure	11
3.3 Svensk kod för bolagsstyrning	12
3.4 Sambandet mellan disclosure och kapitalkostnad	12
3.5 Tidigare forskning	13
3.6 Hypotesformulering	15
4. Operationalisering av disclosure	17
4.1 Disclosure-index	17
4.1.1 Vårt index	18
4.1.2 Mätningssområden och -punkter	18
4.1.3 Mätpunkter i vårt disclosure-index	21
4.1.4 Kodningsprocessen	21
4.1.5 Databeskrivning	22
4.1.6 Faktoranalys och poängräkning	23
4.1.7 Är vårt index bra?	26
4.2 Kontrollvariabler	26
5. Resultat	28
5.1 Beskrivande statistik för disclosure-index	28
5.2 Resultat från första steget (t-test)	28
5.2.1 Resultat för H_1 : ökning i disclosure-nivå mellan 2007 och 2008	28
5.2.2 Resultat för H_2 : skillnad mellan Grupp I och Grupp II i disclosure-nivå	29
5.2.3 Resultat för H_3 : skillnad mellan Grupp I och Grupp II i ökning i disclosure-nivå	30
5.3 Resultat från andra steget (regressionsanalys)	30
5.4 Sammanfattning av hypotesprövning	32
6. Slutsatser och diskussion	34
6.1 Reliabilitet, validitet och generaliserbarhet	35
Referenser	37
Appendix A: Bolag och indexpoäng	39
Appendix B: Detaljerad beskrivning av datainsamling för mätpunkter som ingår i disclosure-index	40
Appendix C: Exempel på utdrag från årsredovisningar	42
Appendix D: Regressionsmodell 3 och 4 och korrelationsmatris	43

1. Inledning

Corporate governance, eller bolagsstyrning¹, handlar om *”the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”* (Shleifer & Vishny 1997, s. 737). Bolagsstyrningsdebatten tog fart på allvar i USA i början på 1980-talet sedan ledande institutionella ägare reagerat på att styrelser och företagsledningar i stora börsnoterade företag agerat på bekostnad av aktieägarnas intressen. I samband härmed kom dessa ägare att utarbeta särskilda riktlinjer, *corporate governance guidelines*, för hur bolagen skulle styras på ett sätt som gynnade aktieägarna. Efter ett antal uppmärksammade företagsskandaler under 1990- och 2000-talen utmynnade riktlinjerna i en omfattande tvingande lagstiftning, däribland den s.k. Sarbanes-Oxley Act. I Europa kom utvecklingen på bolagsstyrningsområdet istället att gå mot självreglering och fick sitt genomslag i Storbritannien i samband med Cadbury-rapporten 1992. Rapporten byggde till skillnad från den amerikanska tvingande lagstiftningen på principen *”comply or explain”*, som därefter har blivit stilbildande för bolagsstyrningskoder i andra europeiska länder (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2009).

Den 1 juli 2005 infördes Svensk kod för bolagsstyrning (Koden) för bolag noterade på dåvarande Stockholmsbörsens A-lista och bolag noterade på O-listan med ett marknadsvärde överstigande tre miljarder kronor. Syftet var att bereda väg för förbättrad bolagsstyrning i svenska börsnoterade företag, genom att utöver lagens minimikrav ange en norm för god bolagsstyrning (Svensk kod för bolagsstyrning 2008). I likhet med Cadbury-rapporten utformades den svenska Koden på grundval av principen *”följ eller förklara”*, varigenom bolagen gavs utrymme att avvika från Kodens enskilda bestämmelser förutsatt att förklaringar till avvikelserna presenterades.

Sedan ikraftträdandet har själva nyttan med en bolagskod debatterats. Kritikerna har kallat Koden ett *”kraftfullt slag i luften”* och menat på att kostnaderna för att följa Koden inte alls stått i paritet med nyttan av densamma (Hellbom 2006). Röster har höjts mot att Koden belastar företagen med onödig byråkrati och stjäl värdefulla resurser som istället borde användas till att skapa ökad tillväxt och lönsamhet (Qviberg 2007). Kritik har också riktats mot onödiga överlappningar med aktiebolagslagen och mot för mycket detaljer och pekpinnar (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2008).

Som svar på en del av den kritik som framförts och som ett led i den ursprungliga tanken om en bolagsstyrningskod för samtliga svenska bolag, har Kollegiet för svensk bolagsstyrning utarbetat en reviderad kod. Från och med den 1 juli 2008 omfattar den reviderade Koden samtliga svenska bolag med aktier upptagna till handel på en reglerad marknad, vilket innebär att ytterligare drygt 200 bolag från och med detta datum är underkastade Kodens reglering.

Trots att Koden varit i kraft i snart fyra år finns tämligen få studier som undersöker Kodens påverkan på bolagen. Fokus har framförallt legat på att fastställa bolagens tillämpning av och eventuella avvikelser från Koden, snarare än att undersöka effekterna av densamma. Än mindre

¹ I uppsatsen kommer corporate governance att likställas med det svenska begreppet bolagsstyrning, jämlikt SOU 2004:47.

² Hädanefter kommer vi att använda *”Koden”* även som uttryck för den reviderade Koden.

³ Från engelskans *”disclosure level”*. Vi kommer att använda begreppet disclosure i uppsatsen eftersom det inte finns något jämförbart uttryck på svenska. Vi definierar disclosure som *informationsgivning*, i termer av såväl frivillig som obligatorisk

vet vi om den reviderade Kodens effekter i de mindre bolag som från och med halvårsskiftet 2008 är tvungna att rapportera i enlighet med Koden.

Enligt teorin är god information och ökad transparens uttryck för en högre nivå av bolagsstyrning och bidrar i förlängningen till ökat aktieägarvärde genom lägre kapitalkostnader (Mallin 2002, s. 253). Med utgångspunkt i teorin borde alltså införandet av den reviderade Koden leda till bättre information.

1.1 Syfte och frågeställning

Syftet med uppsatsen är att undersöka om införandet av den reviderade Koden² påverkat informationsgivningen i företagens årsredovisningar. Vi avser att mäta informationsgivningen genom ett index som mäter disclosure-nivå³ och jämföra denna mellan 2007 (före införandet av Koden) och 2008 (efter införandet av Koden). Syftet är intressant eftersom det finns få studier som undersöker bolagsstyrningskodens effekter på informationsgivningen. Oavsett vilket resultat som erhålls, kan uppsatsen ge ett bidrag till kunskapsläget om Kodens effekter på informationsgivningen i bolagens årsredovisningar.

Vi formulerar följande frågeställning:

Lämnar bolagen mer information i årsredovisningen efter införandet av den reviderade Koden?

1.2 Avgränsning

Studien innefattar endast bolag som från och med 1 juli 2008 är tvungna att tillämpa Koden. Årsredovisningen 2008 är således första gången som bolagen ska rapportera enligt Kodens bestämmelser. I studien ingår dock bolag som tidigare inte omfattats av Koden i legal bemärkelse, men som frivilligt valt att tillämpa hela eller delar av den i 2007 års årsredovisning.

I studien kommer vi att undersöka sådan information som inte direkt regleras av Koden. Vi har begränsat undersökningen till att endast omfatta information i bolagens årsredovisningar, eftersom årsredovisningen utgör bolagens viktigaste informationskälla (Marston & Shrivies 1991), samt att uppsatsens begränsade tidsram gör att en granskning av hemsidor, kommunikéer, bolagsstämmoprotokoll och delårsrapporter inte ryms att genomföra.

Ett antagande som vi gör i uppsatsen är att bolagen faktiskt tillämpar Koden från 1 juli 2008. Vi kommer alltså inte att titta på i vilken utsträckning bolagen har tillämpat Koden för 2008. Bolagen är tvungna att tillämpa Koden, bland annat som en del i noteringsavtalet. Samtidigt kan antagandet ifrågasättas eftersom det inte finns några sanktioner knutna till Koden.

1.3 Disposition

I kapitel 2 *Metod* förklarar vi val av arbetsmetod. Vi presenterar val av ansats, källor för dataunderlag, urval av företag samt den statistiska metod som ligger till grund för vår analys.

² Hädanefter kommer vi att använda "Koden" även som uttryck för den reviderade Koden.

³ Från engelskans "disclosure level". Vi kommer att använda begreppet disclosure i uppsatsen eftersom det inte finns något jämförbart uttryck på svenska. Vi definierar disclosure som *informationsgivning*, i termer av såväl frivillig som obligatorisk information.

I kapitel 3 *Teori och tidigare forskning* redogör vi för uppsatsens teoretiska referensram. Kapitlet behandlar teorin bakom bolagsstyrning, den svenska bolagsstyrningskoden och sambandet mellan bolagsstyrning, disclosure och kapitalkostnad. I kapitlet ges också en sammanställning av tidigare forskning som undersöker sambandet mellan bolagsstyrningsmekanismer och disclosure. Slutligen formulerar vi de hypoteser som är föremål för vidare prövning.

I kapitel 4 *Operationalisering av disclosure* beskriver vi hur vi mäter disclosure-nivå, vilket resulterar i det index som vi sedan testat för.

I kapitel 5 *Resultat* redogör vi för våra statistiska tester och presenterar resultaten från hypotesprövningarna.

I kapitel 6 *Slutsatser och diskussion* diskuterar vi resultaten från kapitel 5 och presenterar de slutsatser vi kan dra. Slutligen resonerar vi kring uppsatsens validitet, reliabilitet och generaliserbarhet.

2. Metod

I detta avsnitt redogörs inledningsvis för val av vetenskaplig metod. Därefter förklarar vi varifrån vi hämtat vårt dataunderlag och hur vi har gjort urvalet av bolag. Avslutningsvis beskriver vi vår statistiska metod.

2.1 Val av vetenskaplig metod

Vi vill i vår studie ta reda på om informationsgivningen i årsredovisningarna har påverkats till följd av införandet av Kodens. Uppsatsen tar en deduktiv ansats, dvs. prövar om de samband som teorin framhåller verkligen föreligger. Darmer & Freytag (1995) menar att fördelen med deduktiva resonemang är att de är säkra, med reservation för att slutsatser och lagar håller, men att de inte bidrar med ny kunskap. Även om denna uppsats inte kan tillföra ny kunskap till teorin, kan studien bidra till ett utökat kunskapsläge kring Kodens effekter på informationsgivningen.

Två huvudsakliga arbetsmetoder är kvantitativ och kvalitativ metod. Den senare metoden syftar till att skapa en holistisk syn på problemställningen och behandlar ett stort antal variabler hos ett mindre antal svarande. Forskaren tolkar huvudsakligen information som inhämtats i intervjuer. En kvantitativ metod har sin utgångspunkt i ett stort urval. Forskaren försöker kvantifiera informationen i ett mindre antal variabler med hjälp av statistiska analyser. Styrkan med en kvantitativ ansats är att forskaren med statistiskt stöd kan uttala sig om samtliga objekt i urvalsgruppen (Holme & Solvang 1997).

Vi har valt en kvantitativ ansats eftersom vi vill undersöka mätbara faktorer om bolagens informationsgivning, samt att vi med statistisk säkerhet vill undersöka sambandet mellan Kodens införande och disclosure-nivån.

2.2 Dataunderlag

Studien har begränsats till att endast innefatta informationsgivningen i bolagens årsredovisningar. Det finns två huvudsakliga anledningar till att vi valt att göra det. För det första menar Marston & Shrivies (1991, s. 196) att årsredovisningen är det huvudsakliga rapporteringsdokumentet och att övriga finansiella rapporter är kompletterade denna. För det andra visar Lang & Lundholm (1993) att disclosure-nivå i årsredovisningen är positivt korrelerad med disclosure i andra publikationer (0.62) och investerarpublikationer (0.41). Informationsgivningen i årsredovisningen kan således ge en fingervisning om disclosure-nivån i andra publikationer.

Vi har hämtat informationsunderlaget från bolagens årsredovisningar för 2007 och 2008. Årsredovisningarna har laddats hem från bolagens hemsidor i pdf-format.⁴ Samtliga årsredovisningar i studien är på svenska. Den lagstadgade årsredovisningen omfattar förvaltningsberättelse, resultat- och balansräkning, kassaflödesanalys, noter, samt koncernredovisning (ÅRL 2:1). För bolag som omfattas av IFRS, vilket samtliga bolag i vår studie gör, ingår även förändringar i eget kapital.

I studien har vi även inbegripit verksamhetsberättelsen som oftast är inkluderad i dokumentet. Denna del är dock frivillig. I vissa fall har bolag delat upp den lagstadgade årsredovisningen och

⁴ Period för nedladdning av dokument: 6 mars-4 maj.

verksamhetsberättelsen i två separata pdf-dokument. I dessa fall har vi laddat hem båda dokumenten.

2.3 Urval

Vid urvalet av bolag har ett antal kriterier beaktats. Som nämnt innefattar studien endast bolag som tidigare inte omfattats av Kodan och som är tvungna att tillämpa den reviderade Kodan från 1 juli 2008.

Vi har baserat urvalet på bolag som är noterade vid OMX Stockholms Small- och Mid Cap-listor (2009-03-06) och som därmed omfattas av samma noteringsavtal. Bolag noterade vid NGM Equity och dubbelnoterade bolag har valts bort på grund av andra noteringsavtal.

I en första gallring rensades bolag med brutet räkenskapsår bort.⁵ Även bolag med noteringsdatum under 2008 exkluderades eftersom 2007 års rapportering således inte omfattades av Stockholmsbörsens noteringskrav. Till sist valdes bolag med årsstämma efter 14 maj 2009 bort på grund av tidsskäl. Därefter återstod 118 bolag.

Urvalet har vidare baserats på *i vilken utsträckning bolagen tillämpat Kodan under 2007*. Även om bolagen inte omfattades av Kodan har många bolag valt att tillämpa den *frivilligt*.⁶ För att kontrollera för detta använder vi oss av två urvalsgrupper i studien.

Grupp I: Frivillig tillämpning av Kodan 2007.

Grupp II: Ingen tillämpning av Kodan 2007.

I uppsatsen vill vi undersöka om förändringen i disclosure-nivån mellan 2007 och 2008 skiljer sig mellan grupperna. För att utröna tydliga skillnader grupperna emellan har vi försökt identifiera de extrema bolagen. Med utgångspunkt i Kodan valde vi ut sex centrala regleringsområden och applicerade på företagens årsredovisningar för 2007, för att bestämma i vilken utsträckning bolagen tillämpade Kodan redan innan ikraftträdandet. Dessa regleringsområden redovisas nedan tillsammans med de kriterier som vi ställde upp för att avgöra om bolagen uppfyllde relevanta delar i Kodan.

1. Revisionsutskott (*regel 10.1*)
 - Minst tre ledamöter som namnges i årsredovisningen
 - Hela styrelsen godtas ej
2. Ersättningsutskott (*regel 9.1*)
 - Ledamöter namnges i årsredovisningen
 - Hela styrelsen godtas ej
 - Ledamöter får ej vara med i bolagsledningen
3. Valberedning (*regel 2.1*)
 - Minst tre ledamöter som namnges i årsredovisningen
 - Ledamöter får ej vara med i bolagsledningen (2.3)

⁵ På grund av tidsskäl

⁶ Dessa bolag har då tillämpat den ursprungliga Kodan, men de punkter vi undersöker ingår även i den reviderade Kodan. Koderna överensstämmer i huvudsak.

- Styrelseledamöter får inte vara i majoritet (vi har godkänt 50/50)
- Hela styrelsen godtas ej
- 4. Avsnitt om bolagsstyrning
 - a) Avskilt avsnitt med rubrik "Bolagsstyrning"
 - b) Bolagsstyrningrapport i enlighet med Koden (*regel 11.1*)
- 5. Beskrivning av intern kontroll och riskhantering avseende finansiell rapportering (*regel 10.5*)
- 6. Avvikelselista där bolaget anger vilka punkter i Koden bolaget avviker från (*regel 11.1*)

Slutligen beaktade vi vad bolagen faktiskt säger om huruvida de tillämpar Koden eller inte. Här uppstod viss subjektiv bedömning. T.ex. har vissa bolag uttryckt att de inte följer Koden men är under successiv anpassning, eller att de inte tillämpar Koden men följer den i väsentliga delar. Detta har vi godkänt. Bolag som inte nämnt Koden har vi definierat som att de inte följer Koden. Det som varit det avgörande kriteriet är om bolaget jämfört sig med Koden och anser sig följa den i åtminstone viss utsträckning.

Vi är stramare än Koden på två av punkterna som tillåter att hela styrelsen agerar revisionsutskott respektive ersättningsutskott. Bolagen kan hävda att hela styrelsen agerar utskott men det innebär inte nödvändigtvis en skillnad jämfört med om bolaget saknar utskott (jfr ABL 8:4). Därför har vi enbart godkänt revisions- och ersättningsutskott med fast namngivna ledamöter, där det framgår vilka som bär ansvaret för att uppgifterna sköts.

Vid poängsättningen har vi utgått från punktlistan ovan. För varje punkt bolaget uppfyllde fick det en poäng, utom för punkt 4, där 4a gav en halv poäng och 4b gav en poäng. Bolagen var tvungna att uppfylla alla underpunkter för att få poäng. Maxpoängen är 6 poäng.

I *Grupp I* ingår alla bolag med minst 2,5 poäng och som uttryckt att de följer Koden i någon utsträckning, totalt 24 bolag. Alla bolag med 0-0,5 poäng och som uttryckt att de inte tillämpar Koden ingår i *Grupp II*, totalt 27 bolag. Bolagen däremellan ingår således inte i vår studie. Anledningen till den till synes låga poängen för bolagen i *Grupp I* beror på att urvalsgruppen annars blev för liten, samt vår striktare definition.

Från det ursprungliga urvalet har vi sedan haft bortfall. Fyra bolag har haft minst en låst årsredovisning vilket innebär att det inte har gått att kopiera text i årsredovisningen. För ett bolag var årsredovisningen 2007 formaterad så att texten inte kunde läsas i Word, utan omvandlades till symboler. För dessa bolag har vi därmed inte kunnat tillämpa vår metod för informationsinsamling. Ytterligare två bolag har fallit bort på grund av avnotering respektive företagsrekonstruktion under perioden. Slutligen valde vi att utesluta ett bolag eftersom det gjort stora förändringar i utformningen av årsredovisningen mellan 2007 och 2008.⁷

Slutligt antal bolag som ingår i studien är följaktligen 20 bolag i *Grupp I* och 23 bolag i *Grupp II*, totalt 43 bolag. De bolag som ingår i studien presenteras i *Appendix A*.

⁷ Text som låg i verksamhetsberättelsen 2007 flyttades in under förvaltningsberättelsen 2008. Således beror stora skillnader i indexvärdet inte på Koden.

Tabell 2-1: Sammanfattning av populationen

	Grupp I	Grupp II	Totalt
Efter första gallringen	-	-	118
Urval	24	27	51
<i>Bortfall</i>			
Läst årsredovisning 2007 och/eller 2008	3	1	4
Problem med kodning av årsredovisning	-	1	1
Avnotering	-	1	1
Företagsrekonstruktion	-	1	1
År 2007 och 2008 inte jämförbara pga. stora förändringar i utformningen	1	-	1
Totalt antal bolag i studien	20	23	43

2.4 Statistisk metod

För att kunna dra slutsatser utifrån insamlad data krävs att en lämplig statistisk metod väljs. Vi har valt att genomföra den statistiska testningen i två steg, t-test och regression, vilket även Nowland (2008) gör. Genom att utföra analysen i två steg hoppas vi få säkrare resultat.

Alla statistiska test har gjorts i SPSS.

2.4.1 t-test

I det första steget testar vi om det finns en signifikant skillnad i disclosure-nivå mellan år 2007 och 2008. Den statistiska metod vi använder är ett t-test. t-test brukar användas när man vill testa en hypotes för ett stickprov och vill undersöka om stickprovets medelvärde avviker från ett antaget medelvärde. (Grandin 2003).

t-testet är en univariat analys vilket innebär att endast en oberoende variabel i taget beaktas. Därför måste resultatet från testet tolkas med försiktighet eftersom det finns risk för att andra variabler som påverkar den beroende variabeln utelämnas. Om vi finner en signifikant förändring i disclosure-nivån behöver vi därför göra vidare testning, så att hänsyn även tas till andra variabler som också skulle kunna påverka disclosure-nivån.

t-test kan vara parade eller oparade. I parade test genomförs det statistiska testet på differensen mellan paren istället för att testa differensen mellan grupperna. Parade data föreligger om upprepade mätningar utförs på samma objekt, ofta före och efter en behandling. Om ett värde i ena gruppen hör ihop med ett värde i andra har man beroende grupper och kan genomföra ett parat test. Generellt anses parade test ha högre styrka än oparade test eftersom man tillför mer information till testet genom att para ihop mätvärden två och två (Grandin 2003, s. 21).

För att göra ett t-test behövs normalfördelade eller approximativt normalfördelade data. Om stickprovet avviker grovt från normalfördelningen, kan t-test ändå användas om stickprovet är tillräckligt stort (vanligt riktvärde är att antalet observationer ska vara större än 30), eftersom t-test är robust mot avvikelser i normalitet vid stora stickprov.

I vårt fall kan t-test alltså användas för att testa förändringen mellan 2007 och 2008 för hela urvalet, men problem uppstår när vi ska testa förändringen för respektive grupp. Där uppgår antalet parvisa observationer till 23 respektive 20. Om inte fördelningen visar sig vara normalfördelad måste vi använda Mann-Whitney U Test för att jämföra grupperna.

2.4.2 Multipel regression

I steg två testar vi signifikanta resultat från t-testet genom en regressionsanalys. Regressionen är en multivariat analys som beaktar flera oberoende variablers påverkan på den beroende variabeln. Därmed kan vi undersöka huruvida en oberoende variabel inverkar på disclosure-nivån samtidigt som övriga oberoende variabler hålls konstanta på en gemensam nivå för hela populationen.

Vi har valt en linjär regressionsmodell vilket innebär att en linje visar ett medelsamband mellan datapunkterna. När analysen innehåller fler än en oberoende variabel skapas en yta för respektive oberoende variabel. Sedan testas om linjens lutning β är signifikant skild från 0. Regressionen beskrivs med ekvationen:

$$y_i = \alpha + \beta_1 * X_{1i} + \beta_2 * X_{2i} + \beta_3 * X_{3i} + \dots + \beta_n * X_{ni} + \varepsilon_i$$

där y = beroende variabeln
 α = konstant
 β_n = lutning för oberoende variabel n
 X_n = oberoende variabel n
 ε = felterm.

Antaganden för multipel regression är att X_{ji} är oberoende av feltermerna ε_i . Feltermerna är slumpartade med medelvärde 0 och samma varians σ^2 , dvs. feltermen är homoskedastisk. Dessutom ska feltermerna vara okorrelerade.

3. Teori och tidigare forskning

I kapitlet redogör vi för uppsatsens teoretiska referensram. Först beskriver vi agentteorin, för att senare gå in på sambandet mellan bolagsstyrning, disclosure och kapitalkostnad. Därefter redogör vi för tidigare forskning kring bolagsstyrning och disclosure. Genomgången av tidigare forskning ligger till grund för hypotesformuleringen som avslutar avsnittet.

3.1 Agentteorin

Rötterna till forskning inom bolagsstyrning kan spåras tillbaka till 1930-talet och en studie av Berle & Means från 1932, där författarna argumenterar för att den effektiva kontrollen i publika företag hamnat i företagsledningens händer snarare än hos aktieägarna. I kölvattnet av denna studie har senare forskning inom bolagsstyrning fokuserat på att söka förstå problemet bakom separationen mellan ägande och kontroll och finna mekanismer som kan mildra det s.k. agentproblemet (Bushman & Smith 2003, s. 68).

Jensen & Meckling (1976) lägger grundstenarna till den moderna agentteorin och en utvidgad förståelse för bolagsstyrning. Med en agentrelation avser författarna ett kontrakt där en person (principalen) anlitar en annan person (agenten) att utföra ett uppdrag åt principalen och därigenom delegerar beslutsfattande till agenten. Ett exempel på en agentrelation är den mellan ett företags ägare och dess ledning. Givet att båda parterna är rationella och försöker maximera sin egen nytta, kan konflikter uppstå när parternas intressen inte överensstämmer.

För att överbrygga agentproblematiken måste ägarna upprätta kontrollmekanismer som skydd för sina intressen. Det finns två sätt att tillgodose att dessa intressen efterlevs; antingen genom särskilda kontrakt och belöningssystem eller genom övervakning av företagsledningens agerande (Dunn 1996, s. 4).

Belöningssystem kan bidra till att reducera agentproblematiken, men för att åstadkomma en högre grad av samstämmighet ägare och ledning emellan krävs också övervakning. Övervakning sker exempelvis genom lagstadgade regler om bolagsstämma, styrelse och revision. Likaså finns särskilda lagregler med avseende på bokföring och upprättande av årsredovisning, som syftar till att skapa öppenhet gentemot aktieägarna och tilltro till den ekonomiska rapporteringen. Objektiv och verifierbar redovisningsinformation underlättar ägarnas övervakning av företagsledningen och skapar förutsättningar för ett aktivt aktieägarutövande (Bushman & Smith 2003, s. 68).

3.2 Sambandet mellan bolagsstyrning och disclosure

Agentteorin skapar ett ramverk som kopplar ihop bolagsstyrning med disclosure. Bolagsstyrningsmekanismer införs för att kontrollera agentproblemet. Dessa mekanismer kan vara interna eller externa. Interna bolagsstyrningsmekanismer behandlar bl.a. styrelsen, bolagsledning, incitamentsystem och aktieägarmöten, såsom bolagsstämman. Externa mekanismer består av t.ex. kapitalmarknaden, marknaden för takeovers och det rättsliga systemet (von Nandelstadh & Rosenberg 2003, s. 1).

I teorin kan de interna bolagsstyrningsmekanismernas effekt på disclosure vara kompletterande eller substituerande. Om mekanismerna kompletterar bolagets befintliga interna kontroll spår agentteorin att disclosure-nivån borde vara högre. Bolagsstyrningsmekanismerna leder till att

bolagets egen kontroll stärks och övervakningen blir mer intensiv, vilket reducerar opportunism och informationsasymmetri. Ledningen kommer därför inte att hålla inne information för egen nytta vilket leder till en förbättring av disclosure. Om mekanismerna däremot substituerar bolagets egen kontroll tyder det på att disclosure-nivån inte kommer att påverkas eftersom bolagsstyrningsmekanismerna ersätter varandra (Ho och Wong 2001, s. 143).

3.3 Svensk kod för bolagsstyrning

Utöver lagens minimikrav för vad som kan anses som acceptabel bolagsstyrning har andra kontrollverktyg tillkommit i syfte att tillgodose aktieägarnas intressen. Exempel på detta är de olika regler och riktlinjer för styrning av bolag som sammanfattats i speciella koder med syfte att komplettera lagstiftningen (Kollegiet för svensk bolagsstyrning 2009a). Svensk kod för bolagsstyrning har som övergripande mål att stärka förtroendet för svenska börsbolag genom att ange en norm för god bolagsstyrning på en högre ambitionsnivå. Nyckeln till detta är principen ”följ eller förklara”. Den innebär att ett bolag inte måste följa varje regel i Koden utan kan välja andra lösningar som bedöms bättre svara mot omständigheterna i det enskilda fallet. Detta förutsätter emellertid att bolaget öppet redovisar varje sådan avvikelse, beskriver den lösning de valt i stället samt anger skälen för detta.

Koden behandlar det beslutssystem, som ligger till grund för ägarnas direkta eller indirekta styrning av bolaget. Detta avspeglar sig i ett antal regler avseende såväl de enskilda bolagsorganens organisation och arbetsformer som samspelet mellan organen. Koden drar dessutom upp riktlinjer för bolagens rapportering till ägare, kapitalmarknad och omvärld i övrigt. Regleringens tyngdpunkt ligger på styrelsen såsom central aktör i bolagsstyrningen (SOU 2004:46, s. 10). Koden stadgar i huvudsak:

- att bolaget ska ha en valberedning som bereder bolagsstämmans beslut i val- och arvoderingsfrågor,
- att styrelsen ska inrätta ett revisionsutskott för att säkerställa kvaliteten i den interna kontrollen och i de finansiella rapporterna,
- att styrelsen ska inrätta ett ersättningsutskott med uppgift att bereda frågor om ersättning och andra anställningsvillkor för bolagsledningen,
- att styrelsen årligen i en bolagsstyrningsrapport som fogas till årsredovisningen, ska informera aktieägare och kapitalmarknad om hur bolagsstyrningen i bolaget fungerar och hur bolaget tillämpar Koden,
- att bolaget ska lämna en rapport om den interna kontrollen avseende finansiell rapportering.

Sammanfattningsvis och med stöd av Jensens & Mecklings teori, kan Koden sägas utgöra *ett paket av bolagsstyrningsmekanismer*, som syftar till att överbrygga agentproblematiken och stärka bolagsstyrningen bland svenska börsbolag.

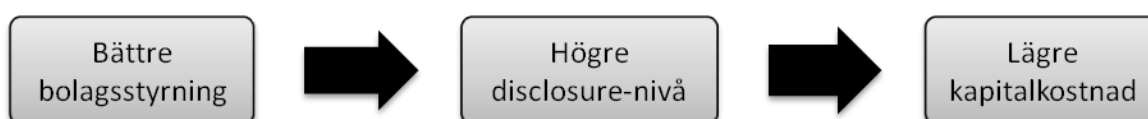
3.4 Sambandet mellan disclosure och kapitalkostnad

I de vägledande principer som legat till grund för den svenska bolagsstyrningskoden stadgas bland annat att Koden ska skapa största möjliga öppenhet och transparens gentemot ägare, kapitalmarknad och samhället i övrigt, för att i förlängningen stärka förtroendet för svenska börsbolag och därigenom trygga näringslivets kapitalförsörjning (Svensk kod för bolagsstyrning

2008, s. 7). Mallin (2002) menar att god bolagsstyrning går hand i hand med ökad transparens och disclosure, samt främjar flödet av utländska direktinvesteringar och mer stabila kapitalmarknader.

Enligt Botosan (2006) finns ett brett teoretisk forskningsstöd för sambandet mellan disclosure och avkastningskravet på eget kapital⁸. En del forskare hävdar att disclosure minskar avkastningskravet på eget kapital genom att minska investerares bedömningsrisk.⁹ En annan forskningsåskådning påstår att disclosure minskar avkastningskravet på eget kapital genom att överbrygga informationsasymmetri och/eller transaktionskostnader. Barth & Schipper (2008) uttrycker en liknande ståndpunkt och hävdar att transparens i den finansiella rapporteringen minskar den icke-diversifierbara risk som härrör ur informationsasymmetri mellan investerare.

Figur 3-1: Sambandet kan sammanfattas genom följande figur:



Uppsatsen fokuserar på sambandet mellan bolagsstyrning och disclosure, där Koden ses som ett paket av bolagsstyrningsmekanismer med syfte att förbättra bolagsstyrningen. Därför kommer inte sambandet mellan disclosure och kapitalkostnad att ägnas mer åtänke.

3.5 Tidigare forskning

Flera studier undersöker sambandet mellan bolagsstyrningsmekanismer och disclosure. Guan *et al.* (2007) studerar ägarstrukturens effekt på disclosure-nivån; Lim *et al.* (2007) undersöker andelen oberoende ledamöter och dess påverkan på informationsgivningen; och Forker (1992) utreder sambandet mellan förekomsten av revisionsutskott och disclosure-nivå.

En studie av Ho & Wong (2001) på noterade bolag i Hong Kong tar sikte på hur flera enskilda bolagsstyrningsmekanismer påverkar företagets grad av frivillig disclosure. Studien undersöker fyra variabler: andel oberoende ledamöter, förekomsten av en revisionskommitté, förekomsten av dominerande personligheter och andel familjemedlemmar i styrelsen. Resultatet från studien visar på ett signifikant, positivt samband mellan förekomsten av en revisionskommitté och graden av frivillig disclosure, medan det finns ett negativt samband mellan andel familjemedlemmar i styrelsen och graden av frivillig disclosure.

Vad gäller studier om bolagsstyrningskoder och disclosure är forskningsläget mer begränsat.¹⁰ Två studier som undersökt sambandet mellan implementering av bolagsstyrningskoder och disclosure är Sheridan *et al.* (2006) och Nowland (2008).

Sheridan *et al.* (2006) tittar på införandet av Cadbury Report (1992), Greenbury Report (1995), Hampel Report (1998), The Combined Code (1998) och Turnbull Report (1999). Författarna förutspår att de två sistnämnda koderna har mindre disclosure-påverkan än de förstnämnda,

⁸ Översatt från "cost of equity capital"

⁹ Översatt från "estimation risk". Med detta begrepp avses en dimension av risk som framträder ur investerares osäkerhet kring en säkerhets eller ett värdepappers avkastningsfördelning.

¹⁰ Det finns dock studier som undersökt samband mellan olika regleringar och disclosure, t.ex. Regulation Fair Disclosure (se Bailey *et al.* 2003; Iran & Karamanou 2003).

eftersom dessa inte bidrar med någon ytterligare reglering. Som mått på disclosure använder författarna bolags nyhetsmeddelanden. Den beroende variabeln definieras som antal nyhetsmeddelanden per kvartal från samtliga bolag i studien (totalt 46 brittiska bolag). Sheridan *et al.* finner att nyhetsflödet ökar som en funktion av publiceringen av Cadbury-, Greenbury- och Hampel-rapporterna.

Nowland (2008) undersöker effekten av införandet av bolagsstyrningskoder i Asien på bolags disclosure. Samtliga länder i studien har en självreglerande kod med följ-eller-förklara attribut. Nowland mäter disclosure indirekt genom att titta på analytikers prognosfel respektive spridning i prognoserna¹¹. Han finner att analytikers prognosfel är lägre efter införandet av bolagskoderna vilket tyder på att koderna lett till förbättrad disclosure, men att förbättringen är begränsad till de länder där koden lägger större betoning på informationsgivning.

Vad gäller den svenska Koden har tidigare studier framförallt fokuserat på bolagens tillämpning av och avvikelser från denna. Kollegiet för svensk bolagsstyrning publicerar varje år en rapport med en sammanställning över bolagens tillämpning av Koden. Tidigare studentuppsatser har bland annat undersökt huruvida tillämpningen av Koden skiljer sig mellan bolag med olika ägarstruktur (se Lindén Lindsö & Nilsson 2007; Johansson & Tibblin 2008).

När det gäller effekter av Koden har vi funnit studentuppsatser som undersöker om Koden leder till mervärde eller merkostnad (t.ex. Gustavsson & Karlsson 2008), om informationsmängden till extern revisor har ökat (Ivemyr *et al.* 2008) och hur Koden påverkat bolagens arbete med intern kontroll (Lindbergh & Widmark 2008). Samtliga studier som undersöker effekter är intervjustudier utom den sistnämnda som kombinerar intervjuer och webbenkätundersökning. Vi har inte funnit några studier som undersöker effekterna av implementeringen av Koden på informationsgivningen i årsredovisningen.

¹¹ Översatt från "analyst forecast error" och "analysr forecast dispersion"

Tabell 3-1: Sammanfattande tabell över studier om bolagsstyrning och disclosure

Bolagsstyrningsmekanism	Författare	Mätning av disclosure	Samband
Andel oberoende ledamöter i styrelsen	Ho & Wong (2001)	Extent of voluntary disclosure (disclosure index)	Ej signifikant
	Lim <i>et al.</i> (2007)	Extent of voluntary disclosure (disclosure index)	Positivt
Förekomst av revisionsutskott	Forker (1992)	Quality of share option disclosure	Positivt (svagt samband)
	Ho & Wong (2001)	Extent of voluntary disclosure (disclosure index)	Positivt
Förekomst av dominerande personlighet	Forker (1992)	Quality of share option disclosure	Negativt
	Ho & Wong (2001)	Extent of voluntary disclosure (disclosure index)	Ej signifikant
Andel familjemedlemmar i styrelsen	Ho & Wong (2001)	Extent of voluntary disclosure (disclosure index)	Negativt
Ägarkoncentration	Guan <i>et al.</i> (2007)	Disclosure score of voluntary items	Negativt
Andel aktier som ägs av styrelseledamöter	Guan <i>et al.</i> (2007)	Disclosure score of voluntary items	Positivt
Införande av bolagsstyrningskoder	Sheridan <i>et al.</i> (2006)	Voluntary corporate news announcements	Positivt
	Nowland (2008)	Analyst forecast error Analyst forecast dispersion	Negativt Ej signifikant

3.6 Hypotesformulering

I teoriavsnittet ovan har vi redogjort för kopplingen mellan bolagsstyrning, transparens och disclosure. Vi har definierat Koden som ett paket av bolagsstyrningsmekanismer som söker överbrygga agentproblematiken och bidra till ökad transparens gentemot ägarna.

Givet att Koden har en kompletterande effekt, dvs. leder till att bolagets interna kontroll stärks, är det rimligt att i enlighet med teorin och tidigare forskning (se Sheridan *et al.* 2006; Nowland 2008) anta att införandet av Koden har en positiv effekt på disclosure-nivån.

H₁: *Ceteris paribus*, disclosure-nivån är högre i årsredovisningen 2008 jämfört med 2007 för hela urvalet.

Testningen genomförs med ett enkelsidigt test där nollhypotesen är att disclosure-nivån är oförändrad eller lägre för årsredovisningen 2008, eftersom vi i enlighet med tidigare forskning förväntar oss en positiv förändring.

H₀: Disclosure-nivån₂₀₀₈ ≤ Disclosure-nivån₂₀₀₇

H₁: Disclosure-nivån₂₀₀₈ > Disclosure-nivån₂₀₀₇

För räkenskapsåret 2007 har vissa bolag *frivilligt* valt att tillämpa Koden. Dessa bolag har alltså fullt ut eller till stora delar implementerat Kodens bestämmelser redan i 2007 års rapportering. Således torde disclosure-nivån vara högre redan i årsredovisningen för 2007. Kodens tvingande

införande förväntas därför få mindre genomslag på informationen i dessa bolags årsredovisning för 2008, enär bolagen redan implementerat alla eller stora delar av Kodens bolagsstyrningsmekanismer. Tvärtemot, borde bolag som tidigare inte tillämpat Kodens uppvisa en större ökning i disclosure-nivån mellan åren. Vi formulerar följande hypoteser:

H₂: *Ceteris paribus*, disclosure-nivån är högre båda åren för bolag som frivilligt tillämpat Kodens (Grupp I) jämfört med bolag som inte tillämpat Kodens före årsredovisningen 2008 (Grupp II).

Nollhypotesen formuleras:

$$H_0: \text{Disclosure-nivån}_{\text{Grupp I}} \leq \text{Disclosure-nivån}_{\text{Grupp II}}$$

$$H_1: \text{Disclosure-nivån}_{\text{Grupp I}} > \text{Disclosure-nivån}_{\text{Grupp II}}$$

H₃: *Ceteris paribus*, ökningen i disclosure-nivån mellan 2007 och 2008 är större för bolag som inte tillämpat Kodens (Grupp II) jämfört med bolag som frivilligt tillämpat Kodens (Grupp I).

Vi formulerar nollhypotesen:

$$H_0: (\text{Disclosure-nivån}_{2008} - \text{Disclosure-nivån}_{2007})_{\text{Grupp II}} \leq (\text{Disclosure-nivån}_{2008} - \text{Disclosure-nivån}_{2007})_{\text{Grupp I}}$$

$$H_1: (\text{Disclosure-nivån}_{2008} - \text{Disclosure-nivån}_{2007})_{\text{Grupp II}} > (\text{Disclosure-nivån}_{2008} - \text{Disclosure-nivån}_{2007})_{\text{Grupp I}}$$

4. Operationalisering av disclosure

I detta avsnitt beskriver vi hur vi har mätt disclosure-nivån i årsredovisningarna. Först redogör vi för de mätpunkter som ingår i vårt index och därefter hur vi kommit fram till indexpoängen. Slutligen presenteras de kontrollvariabler som ingår i den statistiska testningen.

Ett problem för forskning om transparens och disclosure är att hitta ett bra sätt att mäta disclosure-kvantitet och -kvalitet (Nowland 2008, s. 478). Botosan (1997) poängterar att kvaliteten i disclosure är ett viktigt mått på bolags informationsgivning, men menar samtidigt att det är svårt, eller rent av omöjligt att fastställa. Till följd av detta utgår de flesta forskare från antagandet att kvalitet och kvantitet är positivt korrelerade.

I disclosure-litteraturen går att urskilja två huvudsakliga angreppssätt att mäta disclosure i finansiella rapporter. En uppdelning av angreppssätten kan ske på basis av subjektiva respektive semiobjektiva ansatser. Den subjektiva ansatsen utgår i regel från analytikers ranking av kvaliteten på den redovisade informationen. Av de semiobjektiva ansatserna är disclosure-index vanligast. Sådana index bygger på att författaren *ex ante* ställer upp en lista med specifika punkter för vilka disclosure-nivån undersöks. Metoden kan karaktäriseras som relativt objektiv och formbunden även om ett visst mått av subjektivitet finns inbyggd i valet av undersökningspunkter (Beattie *et al.* 2004, s. 4).

Vi har valt att mäta disclosure-nivån genom ett disclosure-index eftersom vi vill begränsa undersökningen till ett urval av informationen i årsredovisningen och i möjligaste mån undvika subjektivitet. En ansats med utgångspunkt i analytikers bedömningar av kvaliteten på informationen, faller bort av anledningen att vi saknar sådana data för svenska bolag samt att metoden baseras på analytikers subjektiva värderingar.

4.1 Disclosure-index

På grund av svårigheterna i att fastställa kvaliteten i disclosure, bygger ett disclosure-index på antagandet att mängden information (kvantiteten) i specifika punkter borgar för kvaliteten i disclosure. Indexet är en indikator på bolagets totala informationsgivning eftersom de variabler som ingår i regel utgör en mindre del av ett företags samlade informationsgivning. Därför beror dess användbarhet på de mätpunkter som inkluderas i indexet (Marston & Shrives 1991).

I de studier vi har tittat på används antingen ett egenkonstruerat index där författaren själv valt ut områden som ska analyseras (t.ex. Botosan 1997; Meek *et al.* 1995), eller ett färdigkonstruerat index där författaren utgår från en lista med undersökningspunkter som andra forskare ställt upp (t.ex. Lim *et al.* 2007). I samtliga nämnda studier används en checklista. Respektive punkt i checklistan som finns med ges 1 poäng och vid avsaknad ges 0 poäng.

Vi har valt att konstruera ett eget index eftersom vi är skeptiska till om en checklista på ett bra sätt kan fånga upp förändringen i disclosure-nivå. Metoden gör ingen skillnad mellan bolag som ett år ger mycket knapphändig information på en specifik punkt, för att nästa år redovisa betydligt mer. En checklista kan därför fånga upp vad som finns med och om informationspunkter tillkommit, men inte om informationen i de befintliga informationspunkterna förändrats.

Genom att själva konstruera indexet har vi dessutom större möjlighet att anpassa dess användbarhet till studiens syfte och svenska årsredovisningars utformning.

4.1.1 Vårt index

Vid konstruerandet av vårt disclosure-index har vi utgått från bolagsstyrnings- och transparens-litteraturen för att finna områden som litteraturen menar på borde påverkas till följd av införandet av bolagsstyrningsmekanismer. Därigenom fokuserar vi mätningen till de områden som enligt litteraturen borde ge resultat och det gör att mätningen har bättre möjlighet att mäta det som den ska och fånga upp eventuella förändringar.

I vårt index har vi valt att mäta både finansiell och icke-finansiell information, för att fånga ett bredare spektrum av information som ges i årsredovisningen. Vi har även valt att mäta information i både den lagstadgade och frivilliga delen, eftersom vi vill fånga årsredovisningen i sin helhet.

Angreppssättet skiljer sig från flera tidigare studier som endast undersökt frivillig disclosure i indexet. Motiveringen ligger i att vi valt att mäta informationsgivningen huvudsakligen genom antal enheter. Studier som mäter disclosure genom checklista kommer (i stort sett) alltid att visa att obligatoriska punkter finns med och behöver därför undersöka frivillig information för att kunna utröna några skillnader i disclosure. Genom att mäta antal enheter bör vi kunna fånga skillnader mellan bolag och år även i obligatoriska punkter. Det bör emellertid noteras att även om antalet enheter har ökat innebär det inte nödvändigtvis att informationsgivningen har blivit bättre. Vi diskuterar detta närmare under avsnitt 4.1.7.

Eftersom vi vill fånga informationsgivning som inte direkt regleras av Koden har vi inte tagit med informationsområden som Koden explicit reglerar. För att anpassa indexets användbarhet till ett större urval av företag, har vi endast tagit med sådana mätpunkter som går att applicera på alla typer av företag, oavsett branschtillhörighet.

4.1.2 Mätningssområden och -punkter

Nedan går vi igenom de områden som vi identifierat i litteraturen och de mätpunkter som vi använder i vårt index.

Ersättning till ledande befattningshavare

Information om ersättning till ledande befattningshavare som mätvariabel kan motiveras utifrån agentteorin. Företagsledningen, i egenskap av agent, har tillsatts i syfte att leda bolaget utifrån ägarnas intressen. Belöningssystem i allehanda former är ett sätt i sig att motivera företagsledningen att agera i aktieägarnas intressen. Den andra metoden för att tillgodose aktieägarnas intressen sker genom övervakning, t.ex. i form av skriftlig rapportering i årsredovisning avseende företagsledningens ersättning. Ju mer information som presenteras i fråga om ersättning till ledande befattningshavare, desto mindre är informationsgapet mellan aktieägare och ledning.

I årsredovisningen presenteras ersättning till ledande befattningshavare i regel under not om anställda eller i en egen not i den lagstadgade delen, med information om rörlig respektive fast ersättning, pensionsersättning och avgångsvederlag. Vi räknar in all text som behandlar ersättning till ledande befattningshavare. Ju fler ord, desto högre disclosure-nivå.

Risker och riskhantering

Enligt Barth & Shipper (2008, s. 173) innefattar transparens i den finansiella rapporteringen information om de risker som bolaget ställs inför och hanteringen av dessa. Information rörande risker och riskhantering, såväl av finansiell som av operationell karaktär, bidrar till minskad informationsasymmetri och därmed ökade förutsättningar för investerare att fatta välgrundade beslut. Mot bakgrund av detta torde information kring risker och riskhantering bidra till förbättrad transparens i rapporteringen och utgöra ett mått på disclosure-nivån i årsredovisningen.

Vi mäter disclosure-nivån avseende risker och riskhantering på två sätt, i syfte att fånga informationsgivningen i både den lagstadgade och den frivilliga delen.

För det första mäter vi risk i den lagstadgade årsredovisningen i termer av antalet träffar på ordet ”risk”. Anledningen till att vi i detta hänseende valt att räkna antal träffar, snarare än total textmängd kan motiveras av undersökningstekniska skäl. I den lagstadgade årsredovisningen förekommer information om bolagets risker under ett flertal olika rubriker och noter, snarare än i ett separat riskhanteringsavsnitt. Det skulle i förekommande fall bli alltför omfattande att plocka ut varje enskilt stycke som behandlar risk och sedan mäta textmängden. Dessutom har vi noterat att antalet träffar på ordet ”risk” ger en god fingervisning om disclosure-nivån avseende risk.

För det andra tittar vi i verksamhetsberättelsen om bolaget har ett separat risk- eller riskhanteringsavsnitt och mäter textmängden under detta avsnitt genom att räkna antalet ord.

Framtidsutsikter

Information om framtidsutsikter har använts i studier av Meek *et al.* (1995) och Ho & Wong (2001), som mått på disclosure-nivå. Information om företagets syn på framtiden ligger till grund för investerares bedömningar av framtida kassaflöden och bidrar till transparens och ett minskat informationsglapp.

Framtidsutsikter ingår som en obligatorisk del i förvaltningsberättelsen (ÅRL 6:1 p. 3). Vi har emellertid noterat att informationsgivningen varierar mellan bolagen och att en del bolag helt och hållet underlåter att lämna sådan information i förvaltningsberättelsen. Vi mäter disclosure-nivå rörande framtidsutsikter genom att räkna antalet ord om detta i förvaltningsberättelsen.

Strategi

Information om bolagets strategi har använts av Meek *et al.* (1995) som ett mått på disclosure. Liksom framtidsutsikter, bidrar information om strategi till mindre informationsasymmetri och möjliggör bättre bedömningar av bolagets framtida utveckling. Vi mäter disclosure-nivån genom att räkna antalet ord i avsnitt om bolagets övergripande strategi i verksamhetsberättelsen.

Överskådlighet

Barth och Shipper (2008, s. 181) menar att uppdelning¹² av finansiell information kan öka transparensen antingen genom att separera ekonomiskt olika poster (t.ex. segmentredovisning) eller genom att öka förståelsen för vad som orsakade förändringar i en viss post. Mer transparens kan således uppnås genom att t.ex. dela upp poster i resultaträkning, balansräkning eller

¹² Översatt från ”disaggregation”

kassaflödesanalys på fler rader, eller visa vad som orsakade förändringar i ett kontoslag i t.ex. en tabell med avstämning mellan ingående och utgående balans.

För det första mäter vi överskådlighet genom att räkna antal noter avseende finansiella poster i resultat- och balansräkningen. Vi anser att det är ett bra sätt eftersom noter specificerar de finansiella posterna. Antal noter avseende finansiella poster i resultat- och balansräkningen blir ett mått på disclosure-nivån eftersom fler noter innebär mer information om posternas innehåll.

För det andra mäter vi överskådlighet genom att räkna antal nyckeltal i flerårsöversikten. Även Meek *et al.* (1995) och Ho & Wong (2001) tittar på nyckeltal som ett mått på disclosure. Nyckeltal i flerårsöversikten bidrar till transparens eftersom de kan jämföras mellan bolag och över tid. Fler nyckeltal innebär således bättre disclosure om bolagets finansiella utveckling.

Antaganden och beräkningar

Barth & Shipper (2008, s. 182) betonar att den finansiella rapporteringen är avhängig de grundläggande antaganden och redovisningsprinciper som företaget tillämpar.¹³ Därför torde information om de redovisningsprinciper som använts i samband med upprättandet av de finansiella rapporterna bidra till ökad transparens visavi användarna.

Vi mäter disclosure-nivån genom att räkna antal ord i det avsnitt om värderings- och omräkningsprinciper som ingår i den lagstadgade årsredovisningen (ÅRL 5:2).

Volym i frivillig disclosure

I verksamhetsberättelsen presenterar företagen sådan information som inte är underkastad någon reglering, men som ändå ger aktieägare och investerare en inblick i företagets verksamhet och således bidrar till ökad öppenhet gentemot användarna av informationen. För att fånga informationsgivningen i verksamhetsberättelsen mäter vi antal ord.

Områden som valts bort

På grund av mätningsskäl har vi valt att exkludera vissa områden som varit föremål för prövning i tidigare studier och som kan tänkas påverkas av införandet av Koden.

Tabell 4-1: Områden som vi inte mäter i indexet

Område	Anledning till att vi inte mäter område
Information om bakgrund till förvärv och avyttringar Information om investeringsverksamhet	Resultatet är beroende av om några betydande förvärv eller avyttringar har skett överhuvudtaget. Investeringsverksamheten kan variera mellan år. Därför vore det orättvist att jämföra informationsgivningen för ett år där stora och många förvärv/ avyttringar äger rum, med ett år där inga betydande investeringar sker. Dessa två områden valdes alltså bort eftersom informationsgivningen mellan år kan påverkas av andra anledningar än Koden.
Information om forskning och utveckling Information om goodwill	Många av de företag vi tittar på saknar sådana aktiviteter eller poster. Därför skulle en jämförelse av disclosure-nivån mellan bolag bero på faktorer som huruvida bolaget har sådan verksamhet eller inte.

¹³ Ett exempel är om värdet beräknats till verkligt värde eller historisk anskaffningskostnad.

Från det slutliga indexet har vi även valt att exkludera ett par mätpunkter för vilka vi samlat in data.

Tabell 4-2: Mätpunkter som inte ingår i slutligt index

Mätpunkt (område)	Anledning till exkludering
Antal rader i kassaflödesanalysen (överskådlighet)	Stora variationer från år till år, som i första hand beror på verksamhetsspecifika händelser, såsom avveckling av verksamhet.
Checklista (7 punkter som tar upp t.ex. tabell om ersättning till anställda, känslighetsanalys, organisationsschema och styrelsens aktieinnehav)	En checklista har flera fördelar eftersom den kan fånga upp saker som inte går att mäta i antal. Vi valde dock att exkludera denna eftersom det innebär en sammanblandning av mätmetoder.
Antal ord i not om viktiga bedömningar och uppskattningar	Denna punkt exkluderades eftersom vi uppmärksammade stora skillnader i hur bolagen redovisade denna information. De flesta bolag hade en separat not, men vissa underlät helt och hållet att lämna information om antaganden och bedömningar, medan andra redovisade samma information under flera olika noter.

4.1.3 Mätpunkter i vårt disclosure-index

Nedan sammanfattas mätpunkterna i vårt disclosure-index i en tabell.

Tabell 4-3: Sammanfattning av mätpunkter i disclosure-index

Mätpunkt	Undersökningsområde	Del i ÅR	Metod
ERS	Ersättning till styrelse och ledning - Antal ord i not om ersättning till styrelse och ledande befattningshavare	LagÅR	Räknar antal ord om ersättning till styrelse och ledande befattningshavare i separat not eller not om anställda för koncernen.
RISK	Risk och riskhantering - Antal "risk"	LagÅR	Söker på "risk" och räknar antalet gånger ordet förekommer i LagÅR.
RISK2	- Antal ord i risk- eller riskhanterings-avsnitt	VHB	Räknar antal ord i ett ev. risk- eller riskhanteringsavsnitt i VHB.
DIS	Överskådlighet - Antal noter avseende finansiella poster i resultat- och balansräkningen	LagÅR	Räknar antal noter som hänvisas till i RR och BR och som är hänförliga till koncernen.
NYC	- Antal nyckeltal i flerårsöversikt	LagÅR/ VHB	Räknar antal nyckeltal i flerårsöversikt eller, i de fall sådan saknas, sammanställning av nyckeltal för flera år.
FRAM	Framtidsutsikter - Antal ord om framtida utsikter	LagÅR	Räknar antal ord i stycke om framtidsutsikter i förvaltningsberättelsen.
STR	Strategi - Antal ord i strategiavsnitt	VHB	Räknar antal ord i ev. stycke om bolagets övergripande strategi i VHB.
PRIN	Principer och bedömningar - Antal ord om redovisningsprinciper	LagÅR	Räknar antal ord i avsnitt om redovisningsprinciper.
VOL	Frivillig disclosure - Antal ord i VHB	VHB	Räknar antal ord i VHB.

Totalt 9 mätpunkter. LagÅR står för lagstadgad årsredovisning. VHB står för verksamhetsberättelse.

4.1.4 Kodningsprocessen

Ett problem som uppkommer vid kodning av information är subjektivitet vid tolkning av punkterna (Ström 2006). För att få stringens i kodningen, ställde vi först upp ett ramverk för vilken information som ska räknas in under respektive punkt. Därefter gick vi tillsammans

igenom fem årsredovisningar. På så sätt kunde vi enas kring en gemensam definition på enskilda punkter och bättre anpassa vårt ramverk till årsredovisningarnas utformning.

Proceduren fortsatte med att vi kodade tre rapporter var och en för sig, för att sedan byta rapporter och koda samma rapporter som den andre gjort. Resultatet jämfördes och inkonsekvens upptäcktes på en punkt (RISK). Definitionen förtydligades och samma procedur upprepades på denna punkt och därefter fick vi samma resultat.

Resterande bolag delades upp mellan oss så att vi inbördes ansvarade för kodningen av 2007 och 2008 års rapporter, varav hälften *Grupp I*-bolag och hälften *Grupp II*-bolag. På så sätt reducerade vi risken för inkonsekvens mellan åren för ett bolag. För att ytterligare säkerställa kodningen har vi gjort stickprov för att kontrollera att vi mäter på samma sätt mellan åren. Dessutom har vi under processens gång fört loggbok och diskuterat eventuella oklarheter. Kodningen har sammanställts i Excel.

Trots att vi i möjligaste mån sökt undvika subjektivitet och inkonsekvens i datainsamlingen, har vi i vissa fall varit tvungna att göra en del bedömningar och avvägningar. Det går inte helt att komma ifrån att strukturen i årsredovisningen skiljer sig mellan bolag och att en enhetlig definition inte alltid kan följas hela vägen. I *Appendix B* redogörs ingående för vilken information som räknats med under respektive punkt samt för avvikelser från definitionerna.

Vid datainsamlingen har vi använt Adobe Reader 9 och ordräkningsfunktionen i Microsoft Word 2007. Rapporternas pdf-formatering kan dock leda till att kodningen ger olika resultat. När text kopieras i ett pdf-dokument och klistras in i Word har ibland ord som står hopskrivna i pdf-dokumentet blivit uppdelade och räknas följaktligen som flera ord. Vissa tecken, t.ex. punkter i punktlistor, har ibland försvunnit. Dessutom har vissa tecken i pdf-dokument inte kunnat läsas av Word utan dessa har omvandlats till symboler (□). Vi har försökt avhjälpa problemet genom att använda samma program för kodningen och inte redigera det inklistrade stycket.¹⁴ Viss redigering har dock skett för att exkludera delar som inte ska räknas in, t.ex. radera huvudrubriker eller stycken.

4.1.5 Databeskrivning

I tabellen nedan följer en sammanställning över grundläggande statistik för respektive mätvariabel som ingår i indexet för samtliga företag i urvalsgruppen, uppdelat på respektive år.

¹⁴ I de fall redigering har skett beskrivs detta i not under respektive mätpunkt i Appendix B.

Tabell 4-4: Grundläggande statistik för mätpunkter

Variabel	År	N	Min	Median	Max	Medelvärde	Std. av.
ERS	2007	43	0	352	724	359,9	171,3
	2008	43	95	339	844	371,9	184,5
	Totalt	86	0	345,5	844	365,9	177,1
RISK	2007	43	10	39	79	41,4	16,8
	2008	43	12	41	118	45,2	21,9
	Totalt	43	10	40	118	43,3	19,5
RISK 2	2007	43	0	0	1 663	127,6	379,4
	2008	43	0	0	1 533	118	350,7
	Totalt	86	0	0	1 663	122,8	363,2
DIS	2007	43	15	22	33	22,4	3,9
	2008	43	14	22	35	22,2	4,2
	Totalt	86	14	22	35	22,3	4,1
NYC	2007	43	0	9	16	9,6	3,5
	2008	43	3	9	16	9,9	3,4
	Totalt	86	0	9	16	9,8	3,4
FRAM	2007	43	0	66	554	102,9	106
	2008	43	0	77	254	95,7	72,2
	Totalt	86	0	75	554	99,3	90,2
STR	2007	43	0	71	778	152,7	214,2
	2008	43	0	89	698	140,2	187,1
	Totalt	86	0	77	778	146,5	200
PRIN	2007	43	1 108	2 966	6 825	3174	1 216,4
	2008	43	1 099	3 289	5 985	3 398,1	1 227,3
	Totalt	86	1 099	3 080	6 825	3286	1 219,9
VOL	2007	43	2 463	7 925	25 214	8 640,8	4 078,4
	2008	43	1 908	7 621	26 130	8 405,6	4 750,8
	Totalt	86	1 908	7 799,5	26 130	8 523,2	4 402,8

Av tabellen framgår att spridningen på vissa mätpunkter är väldigt stor. Särskilt stor är spridningen för antal ord för punkterna VOL, PRIN och RISK2. Vad gäller medelvärde och standardavvikelse går det inte att se någon tydlig tendens som pekar på att medelvärdet skulle vara högre för 2008 eller att standardavvikelsen är lägre för 2008.

4.1.6 Faktoranalys och poängräkning

Faktoranalys är en statistisk metod för att förklara ett antal uppmätta variablers korrelation (samvariation) genom ett mindre antal tänkta bakomliggande variabler. Tekniken kan karaktäriseras som en datareduktionsmetod, varigenom en stor uppsättning variabler reduceras till ett mindre antal s.k. faktorer. Faktorerna kan i sin tur nyttjas i syfte att konstruera index för vidare analys.

Vi har genomfört en faktoranalys i SPSS¹⁵ i syfte att undersöka om vår insamlade data kan grupperas samman i ett mindre antal faktorer. Varje mätpunkt ingår som en variabel i faktoranalysen. Faktorerna ligger i sin tur till grund för poängsättning för disclosure-nivån.

För att faktoranalysen ska vara ett användbart hjälpmedel, krävs att de matematiska samband som framkommer i analysen också har ett logiskt samband som är praktiskt användbart. Metoden förutsätter alltså att faktorerna, som skapas genom sammanslagning av variabler, kan beskrivas och tolkas verbalt. Således är det delvis upp till författaren själv att avgöra hur många faktorer som bör användas.

¹⁵ Samtal med Per-Olov Edlund 2009-04-02

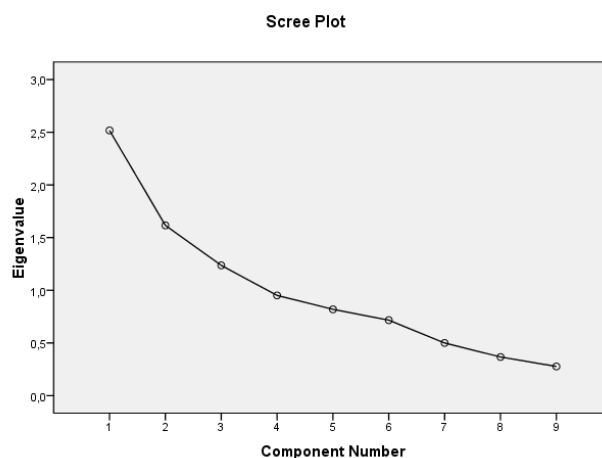
Det finns emellertid tekniker som kan hjälpa författaren i valet – *Kaiserkriteriet* och *scree-test*. Kaiserkriteriet innebär att endast faktorer med egenvärde¹⁶ större än ett behålls. Scree-testet är en grafisk metod, där egenvärdena för respektive faktor plottas och utifrån vilket kan bestämmas var den uppritade kurvan ändrar karaktär (Darlington 2004).

Tabell 4-5: Egenvärden

Faktor	Egenvärde	% of variansen	Kumulativ %
1	2,517	27,971	27,971
2	1,616	17,957	45,928
3	1,237	13,741	59,669
4	,951	10,567	70,236
5	,819	9,102	79,338
6	,716	7,958	87,296
7	,500	5,553	92,849
8	,367	4,077	96,926
9	,277	3,074	100,000

Som vi kan se i tabellen ovan finner faktoranalysen tre faktorer med ett egenvärde större än 1. Tillsammans förklarar dessa tre faktorer ca 60 % av den totala variansen. Kaiserkriteriet talar därför för att vi skulle behålla tre faktorer. Vi undersöker även om den andra metoden för att bestämma antal faktorer – scree-test – kan bidra med samma insikt.

Figur 4-1: Scree-plot av egenvärden



I figuren ovan ser vi att faktor 2 kan tyckas utgöra den mest naturliga brytningspunkten, vilket skulle tala för en faktorlösning med två faktorer. Här måste vi därför göra en viss avvägning. Vi bedömer att en lösning med tre faktorer och ett förklaringsvärde på 60 % är bättre än en tvåfaktor-lösning med förklaringsvärdet 46 %.

¹⁶ Egenvärde beskriver hur stor andel av den totala variansen som en faktor kan förklara. En faktor med egenvärde <1 förklarar alltså mindre av den totala variansen än vad enskilda variabler gör.

I syfte att gruppera de olika variablerna i de framtagna faktorerna studeras storleken på faktorladdningarna. Faktorladdningarna visar på hur starkt respektive mätpunkt *laddar på* varje faktor, eller annorlunda uttryckt hur hög korrelationen är mellan mätpunkt och faktor. För att underlätta vidare tolkning och bearbetning kan faktorerna roteras och därmed få ett tydligare mönster i faktorladdningarna (Sorjonen 2009).

För att underlätta tolkningen av resultatet genomför vi i nästa steg en varimax-rotation.¹⁷ Genom att studera faktorladdningarna kan vi gruppera variablerna under respektive faktor.

Tabell 4-6: Varimax-roterad faktorlösning

Faktor	Faktornamn	Ingående variabler	Faktorladdning
FAKTOR 1	LAG	ERS	0,507
		RISK	0,857
		PRIN	0,748
		FRAM	0,381
FAKTOR 2¹⁸	FRIV	RISK 2	0,861
		STR	0,736
		VOL	0,771
FAKTOR 3	ÖVERSKÅD	DIS	0,773
		FIN	0,837

Som utläses i tabellen får vi en logisk gruppering av variablerna under respektive faktor:

- Faktor 1 LAG inbegriper de variabler som mäter informationsgivningen i den lagstadgade årsredovisningen.
- Faktor 2 FRIV tar fasta på de variabler som mäter informationsgivningen i den frivilliga delen av årsredovisningen.
- Faktor 3 ÖVERSKÅD innehåller de två variabler som mäter disclosure-nivå genom överskådlighet av finansiell information.

Genom faktoranalysen har vi således funnit tre subindex som kan bidra till ytterligare information om hur informationsgivningen påverkats.

För att skapa indexvärden räknar vi ut en faktorpoäng.^{19,20} Härvid grupperas de variabler som ingår i respektive faktor samman.²¹ I vårt fall betyder detta att respektive bolag ges en poäng för

¹⁷ Varimax är den vanligaste typen av rotation.

¹⁸ I Faktor 2 har även ERS en faktorladdning på 0,459 men eftersom denna mätpunkt har en starkare laddning på LAG har vi exkluderat den från Faktor 2.

¹⁹ Samtal med Per-Olov Edlund 2009-04-15

²⁰ Faktorpoäng baseras på totala antalet observationer för 2007 och 2008, och därmed får alla observationer poäng från samma "skala". Ett problem är att poängsättningen grundas på bolagen i studien. Ett bolags värde beror således till viss del på andra bolags mätpunktsvärden. Dock hade även en ordinalskala lett till poäng baserade på andra bolags mätpunktsvärden och extremerna hade fått stor betydelse eftersom de anger avståndet mellan indexpoängen. Vi har funnit att faktorpoäng är det bästa sättet eftersom det erkänner alla förändringar och en större förändring får en genomslagskraft i faktorpoängen som är i paritet med den faktiska förändringen. För en ordinalskala hade poängintervallet lett till snedvridna poäng, t.ex. om intervallet låg var 40:e ord hade ett bolag med 85 ord som ökat till 118 inte fått en högre indexpoäng, men det hade ett bolag med 118 som ökar till 125.

²¹ I SPSS: Analyze → Data Reduction → Factor → Scores. Exempelvis läggs ERS, RISK, PRIN och FRAM ihop för att räkna ut faktorpoäng för LAG.

disclosure-nivån under respektive faktor. Genom att summera poängen för faktorerna²² erhålls sedan en totalpoäng, som utgör ett mått på bolagens samlade disclosure-nivå. På så sätt har vi givit bolagen indexpoäng.

Även om indexet inte har ett givet poängintervall har vi utgått från kriteriet att indexpoäng ska gå att jämföra mellan bolag och mellan år. Genom att jämföra ett bolags faktorpoäng för exempelvis LAG för 2007 och 2008, kan vi således uttala oss om en eventuell förbättring avseende informationsgivningen i den lagstadgade årsredovisningen. Likaså tillåter metoden en jämförelse av bolagens totala poäng mellan åren.

I *Appendix A* presenteras bolag respektive indexpoäng.

4.1.7 Är vårt index bra?

Att konstruera ett eget index medför metodologiska svårigheter, såsom poängräkning, subjektivitet och om punkterna faktiskt mäter det som ska mätas. Ett index validitet beror på om det mäter det som det ska mäta. Ett index reliabilitet beror på dess efterhärmlighet, dvs. om resultatet kan återupprepas (Ström 2006).

I fråga om validiteten har vårt index konstruerats med utgångspunkt i bolagsstyrnings- och transparensteorin, för att fånga sådana områden där disclosure-nivån torde påverkas till följd av stärkta bolagsstyrningsmekanismer. Således finns det goda grunder för att vi faktiskt mäter disclosure-nivån för relevanta informationspunkter.

Vidare utgår vårt index från föreställningen att kvantiteten i informationspunkterna också kan fånga kvaliteten. Problemet med ett sådant förhållningssätt har diskuterats tidigare, men för att visa på att detta ändå är ett rimligt antagande illustrerar vi detta med ett par exempel hämtade från bolagens årsredovisningar. Exempelen återfinns i *Appendix C*.

Vad gäller reliabiliteten är det ofrånkomligt att ett visst mått av subjektiva bedömningar ingår som ett led i valet av undersökningspunkter. Vi har under processens gång hela tiden haft reliabiliteten i åtanke och försökt utforma indexet så att det ska kunna efterhärmas. För att avhjälpa reliabilitetsproblematiken redovisar vi de avvägningar och bedömningar som gjorts i samband med datainsamlingen (se *Appendix B*).

4.2 Kontrollvariabler

I den statistiska analysen är syftet att finna förändringar i den beroende variabeln (disclosure-index) från år 2007 till 2008 som beror på Koden. Dock kan det finnas andra variabler som inte beror på Koden som påverkar disclosure-nivån. Därför är det viktigt att identifiera och kontrollera för sådana variabler, så att resultatet endast beror på Kodens införande.

Ahmed & Courtis (1999) undersöker samband mellan bolagskaraktäristika och disclosure-nivå i årsredovisningar. I en metaanalys av 29 studier finner de ett signifikant och positivt samband mellan disclosure-nivå och bolagets storlek, noteringsstatus och skuldsättningsgrad. De finner däremot inget signifikant samband mellan disclosure-nivå och lönsamhet eller storlek på revisionsbyrå.

²² I SPSS: Transform → Compute Variable → TOTAL = LAGSTAD + FRIV + ÖVERSKÅD

Med utgångspunkt i Ahmed & Courtis studie har vi valt att inkludera storlek och skuldsättningsgrad som kontrollvariabler. I denna uppsats har noteringsstatus kontrollerats genom urvalet, eftersom alla bolag i studien är noterade vid OMX Stockholm, varför denna variabel inte inkluderas. Även om Ahmed & Courtis inte funnit något signifikant samband mellan disclosure-nivå och lönsamhet har vi ändå valt att ha med denna eftersom flera studier (t.ex. Meek *et al.* 1995; Lim *et al.* 2007) finner ett signifikant samband mellan dessa.

Branschtillhörighet har använts som kontrollvariabel av t.ex. Meek *et al.* (1995) och Ho & Wong (2001), men eftersom vi tittar på förändringen mellan år och branschtillhörighet inte förändrats mellan 2007 och 2008 bortser vi från denna.

Flera studier, såsom Lim *et al.* (2007), har undersökt sambandet mellan andelen oberoende styrelseledamöter och disclosure-nivå och finner ett positivt samband däremellan. Därför vore det intressant att även inkludera denna variabel i studien. Vid datainsamlingen innefattades inledningsvis denna variabel, men av de nio bolag som först kodades var det endast tre bolag som redogjorde för styrelseledamöternas oberoende i årsredovisningen 2007. För årsredovisningen 2008 hade alla utom ett bolag redogjort för ledamöternas oberoende. Eftersom vi tittar på förändringen i disclosure-nivå behöver vi informationen för båda åren. På grund av bristande information i årsredovisningarna kan vi således inte testa för andelen oberoende ledamöter.

Bolagsstorlek

SIZE= naturliga logaritmen av totala tillgångar. Ju större balansomslutning, desto högre disclosure-nivå (Ahmed & Courtis 1999).

Skuldsättningsgrad

SKULD = långfristiga skulder delat på eget kapital. Ju högre skulddättningsgrad, desto högre disclosure-nivå (Ahmed & Courtis 1999).

Lönsamhet

ROE = resultat efter skatt delat på eget kapital. Ju högre lönsamhet, desto högre disclosure-nivå (Lim *et al.* 2007).

5. Resultat

I detta kapitel redogörs för resultaten från hypotesprövningarna. Först presenterar vi beskrivande statistik för disclosure-index och därefter resultaten från t-test och regressionsanalys. Kapitlet avslutas med en sammanfattning av hypotesprövningarna.

5.1 Beskrivande statistik för disclosure-index

Tabell 5-1: Beskrivande statistik för disclosure-index

Index	År	N	Min	Median	Max	Medelvärde	Std. av.
LAG	2007	43	-1,78	-0,38	1,79	-0,09	0,96
	2008	43	-1,69	-0,09	2,50	0,09	1,04
FRIV	2007	43	-0,95	-0,31	3,89	0,03	1,02
	2008	43	-1,06	-0,32	4,00	-0,03	0,99
ÖVERSKÅD	2007	43	-2,78	0,07	2,31	-0,02	1,01
	2008	43	-2,08	0,09	2,78	0,02	1,01
TOTAL	2007	43	-4,38	-0,37	6,61	-0,07	1,94
	2008	43	-4,29	-0,13	6,98	0,07	1,94

I tabellen presenteras indexpoäng för minsta värde, median, maxvärde, medelvärde och standardavvikelsen för totalt index och respektive subindex. LAG=lagstadgad disclosure-index, FRIV=frivillig disclosure-index, ÖVERSKÅD=disclosure-index för överskådlighet av finansiell information och TOTAL= sammantaget disclosure-index.

5.2 Resultat från första steget (t-test)

5.2.1 Resultat för H_1 : ökning i disclosure-nivå mellan 2007 och 2008

Som vi beskrivit i avsnitt 2.4.1 används parade t-test för beroende grupper. I vår studie är observationerna parvisa, eftersom vi har ett värde på disclosure-nivån före och efter Kodens införande för respektive bolag. För att testa om observationerna faktiskt är beroende undersöker vi korrelationen mellan disclosure-nivån 2007 och 2008 för bolagen.

Tabell 5-2: Korrelation mellan parvisa observationer för hela urvalet

Parvis korrelation för urval				
		N	Korrelation	Sig.
Par 1	LAG ₀₈ – LAG ₀₇	43	,877	,000
Par 2	FRIV ₀₈ – FRIV ₀₇	43	,858	,000
Par 3	ÖVERSKÅD ₀₈ – ÖVERSKÅD ₀₇	43	,941	,000
Par 4	TOTAL ₀₈ – TOTAL ₀₇	43	,919	,000

Resultatet visar att observationerna är starkt korrelerade och därför använder vi ett parat t-test²³ när vi testar förändringen i disclosure-nivå. t-testet nedan testar om disclosure-nivån 2008 är signifikant skild från densamma 2007. Nollhypotesen formulerades:

H_0 : Disclosure-nivån₂₀₀₈ ≤ Disclosure-nivån₂₀₀₇

H_1 : Disclosure-nivån₂₀₀₈ > Disclosure-nivån₂₀₀₇

²³ Antaganden för parat t-test: Medeldifferensen är normalfördelad.

Tabell 5-3: Resultat från parat t-test

		Parat t-test				
		N	Mean	t-värde	Df	Sig. (1-tailed)
Par 1	LAG ₀₈ -LAG ₀₇	43	,1702	2,223	42	,016*
Par 2	FRIV ₀₈ -FRIV ₀₇	43	-,0584	-,714	42	,2395
Par 3	ÖVERSKÅD ₀₈ -ÖVERSKÅD ₀₇	43	,0327	,620	42	,269
Par 4	TOTAL ₀₈ -TOTAL ₀₇	43	,1445	1,215	42	,1155

*= signifikant på 5%-nivån.

Resultatet visar att signifikant förändring endast inträffat för disclosure-nivån på den lagstadgade delen ($p < 0,05$). För disclosure-nivån för FRIV finns en viss negativ förändring men denna är inte signifikant. Inte heller ÖVERSKÅD uppvisar en signifikant förändring. En positiv förändring kan skönjas i total disclosure-nivå även om denna inte är signifikant.

Nollhypotesen att disclosure-nivån 2008 är oförändrad eller lägre jämfört med 2007 kan således inte förkastas för FRIV, UPPDELN och TOTAL. För LAGSTAD förkastas nollhypotesen och vi testar denna vidare i nästa steg.

5.2.2 Resultat för H₂: skillnad mellan Grupp I och Grupp II i disclosure-nivå

När vi jämför disclosure-nivån mellan grupperna har vi inte längre parade observationer eftersom samma bolag inte ingår i båda grupperna. Därför används ett oparat t-test som jämför medelvärdet mellan grupperna.

För att göra ett oparat test²⁴ krävs att variansen är densamma för båda grupperna. Detta testas genom att beräkna F-kvoten. Om F-kvoten är högre än det kritiska värdet på F förkastas nollhypotesen att grupperna har samma varians.

Nollhypotesen för H₂ formulerades:

H₀: Disclosure-nivån_{Grupp I} ≤ Disclosure-nivån_{Grupp II}

H₁: Disclosure-nivån_{Grupp I} > Disclosure-nivån_{Grupp II}

Tabell 5-4: Resultat för test för skillnad mellan grupperna i disclosure-nivå 2007 och 2008.

Test för lika varians			Oparat t-test för lika medelvärden (Grupp II – Grupp I)			
	F	Sig.	t-värde	Mean difference	Df	Sig. (1-tailed)
LAG	6,008	,016	-4,077	-,8102	84	,000†
FRIV	9,656	,003	-2,716	-,5663	84	,004†
ÖVERSKÅD	8,730	,004	-1,239	-,2671	84	,1095
TOTAL	,253	,616	-4,325	-1,6435	84	,000†

†= signifikant på 1%-nivån

För TOTAL visar F-testet att varianserna är lika. t-testet visar att Grupp I har en signifikant högre total disclosure-nivå än Grupp II.

²⁴ Antaganden för oparat t-test: För t-test med lika varianser krävs oberoende stickprov.

Nollhypotesen att det inte finns en skillnad mellan grupperna förkastas för LAG, FRIV och TOTAL. För ÖVERSKÅD kan nollhypotesen inte förkastas. Eftersom F-testet visar att varianserna är olika för LAG, FRIV och ÖVERSKÅD bör resultatet för dessa tolkas med reservation.²⁵

5.2.3 Resultat för H₃: skillnad mellan Grupp I och Grupp II i ökning i disclosure-nivå

Även om resultatet i 5.2.1 visade att det inte skett en signifikant ökning i disclosure-nivå utom för LAG, är det intressant att undersöka om resultatet också håller för en uppdelning på grupperna.

Vid en jämförelse mellan grupperna har vi matchade par, men antalet observationer i grupperna är för små ($n=23$ resp. $20 < 30$) för att normalfördelning ska kunna approximeras. Alltså kan vi inte tillämpa t-test. Eftersom grupperna är oberoende²⁶ tillämpar vi Mann-Whitney U Test²⁷ för att undersöka om någon grupp uppvisar en större förändring i disclosure-nivån. Nollhypotesen formulerades:

$$H_0: (\text{Disclosure-nivån}_{2008} - \text{Disclosure-nivån}_{2007})_{\text{Grupp II}} \leq (\text{Disclosure-nivån}_{2008} - \text{Disclosure-nivån}_{2007})_{\text{Grupp I}}$$

$$H_1: (\text{Disclosure-nivån}_{2008} - \text{Disclosure-nivån}_{2007})_{\text{Grupp II}} > (\text{Disclosure-nivån}_{2008} - \text{Disclosure-nivån}_{2007})_{\text{Grupp I}}$$

Tabell 5-5: Resultat från test av skillnad i ökning i disclosure-nivå

Par	Mann-Whitney U Test		Z	Asymp. Sig. (1-tailed)
	Grupp I Mean Rank	Grupp II Mean Rank		
LAG ₀₈ -LAG ₀₇	25,75	18,74	-1,826	,034*
FRIV ₀₈ -FRIV ₀₇	21,70	22,26	-,146	,442
ÖVERSKÅD ₀₈ -ÖVERSKÅD ₀₇	22,82	21,28	-,408	,3415
TOTAL ₀₈ -TOTAL ₀₇	22,90	21,22	-,438	,3305

*= *signifikant på 5%-nivå*

Resultatet visar att nollhypotesen inte kan förkastas för någon variabel. I motsats till våra förväntningar får vi resultatet att Grupp I har en signifikant större ökning i LAG än Grupp II.

5.3 Resultat från andra steget (regressionsanalys)

För de fall där nollhypotesen förkastades gör vi ytterligare test i syfte att undersöka om resultatet beror på Koden. Därför genomför vi regressionsanalyser²⁸ som också tar hänsyn till de kontrollvariabler som beskrivs i avsnitt 4.2.

I t-testet fick vi resultatet att endast LAG har ökat signifikant mellan åren. *Regressionsmodell 1* ser ut som följande:

²⁵ För LAG, FRIV och ÖVERSKÅD görs ett t-test med olika varianser. Detta förutsätter oberoende stickprov som är normalfördelade, vilket inte är givet eftersom antalet observationer understiger 30.

²⁶ För att fortfarande matcha de parvisa observationerna räknar vi ut differensen i indexpoäng per bolag. Testet utförs således på $(\text{LAGSTAD}_{2008} - \text{LAGSTAD}_{2007})_{\text{Grupp I}}$ och $(\text{LAGSTAD}_{2008} - \text{LAGSTAD}_{2007})_{\text{Grupp II}}$.

²⁷ Antaganden för Mann-Whitney U Test: Oberoende stickprov med liknande utseende.

²⁸ Antaganden för multipel regression: Den beroende variabeln är normalfördelad, lika varians för grupperna, oberoende observationer, samt linjärt samband mellan den beroende och oberoende variabeln. Dessutom ska de oberoende variablerna vara oberoende av feltermen ϵ_i och feltermen ska vara homoskedastisk.

$$(LAG_{08} - LAG_{07}) = \alpha + \beta_1 * GRUPP + \beta_2 * (SIZE_{08} - SIZE_{07}) + \beta_3 * (SKULD_{08} - SKULD_{07}) + \beta_4 * (ROE_{08} - ROE_{07}),$$

där α =konstant, β = lutningen, GRUPP = dummy där Grupp I antar värdet 1 och Grupp II antar värdet 0, SIZE = storlek på bolag, SKULD = skuldsättningsgrad och ROE = lönsamhet.

Tabell 5-6: Regressionsmodell 1

Regressionsmodell 1: (LAG08 – LAG07), 43 observationer					
Unstandardized coefficients					
Oberoende variabel	B	Std.error	t	Sig. (2-tailed)	Sig. (1-tailed)
α	,026	,104	,248	,806	,403
GRUPP	,303	,143	2,128	,040*	,020*
(SIZE08-SIZE07)	,664	,408	1,628	,112	,0551**
(SKULD08-SKULD07)	,065	,414	,156	,877	,4385
(ROE08-ROE07)	,022	,171	,126	,900	,450

*= signifikant på 5%-nivån, **= signifikant på 10%-nivån. Modellen har ett förklaringsvärde R^2 på 0,232.

Regressionsmodell 1 visar ett signifikant ($p < 0,05$) samband mellan grupptillhörighet och förändring i LAG, dvs. att Grupp I har en större förändring än Grupp II. Resultatet är i linje med utfallet i Mann-Whitney U Test (hypotes H_3). På tioprocentsnivån i enkelsidig testning får vi ett signifikant samband mellan ökning i LAG och ökning i storlek.

Resultatet kan tyda på att ökningen i lagstadgad disclosure-nivå beror på storleksökningen snarare än Kodens införande. Vi testar detta vidare genom att titta på sambandet mellan disclosure-nivå i LAG för båda åren. Regressionsmodell 2 formuleras:

$$LAGSTAD = \alpha + \beta_1 * KOD + \beta_2 * GRUPP + \beta_3 * SIZE + \beta_4 * SKULD + \beta_5 * ROE,$$

där α =konstant, β = lutningen, KOD = dummy där 2007 antar värdet 0 och 2008 antar värdet 1, GRUPP = dummy där Grupp I antar värdet 1 och Grupp II antar värdet 0, SIZE = storlek på bolag, SKULD = skuldsättningsgrad och ROE = lönsamhet.

Tabell 5-7: Regressionsmodell 2

Regressionsmodell 2: LAG (2007 och 2008), 86 observationer					
Unstandardized coefficients					
Variabel	B	Std.error	t	Sig. (2-tailed)	Sig. (1-tailed)
α	-3,435	1,467	-2,341	,022*	,011*
KOD	,094	,201	,468	,641	,3205
GRUPP	,608	,223	2,719	,008†	,004†
SIZE	,240	,118	2,036	,045*	,0225*
SKULD	-,172	,233	-,739	,462	,231
ROE	-,352	,210	-1,675	,098**	,049*

†= signifikant på 1%-nivån, *= signifikant på 5%-nivån, **= signifikant på 10%-nivån. Modellen har ett förklaringsvärde R^2 på 0,225.

Resultatet visar att det inte finns ett signifikant samband mellan LAG och året före respektive efter Kodens implementering. Detta talar emot att ökningen i LAG beror på Kodens införande. Däremot får vi samma resultat som för hypotes H_2 att grupptillhörighet har ett signifikant samband ($p < 0,01$) med lagstadgad disclosure-nivå. Vidare får vi resultatet att både lönsamhet och bolagsstorlek har signifikant samband med disclosure-nivå. För lönsamhet är sambandet emellertid negativt vilket innebär att ju sämre lönsamhet desto högre disclosure-nivå.

I första steget fick vi också signifikanta resultat för hypotes H_2 vad gäller grupptillhörighet för FRIV och TOTAL. I *Regressionsmodell 3* och *4* inkluderar vi kontrollvariabler och testar för dessa samband. Dessa presenteras i *Appendix D*.

Resultatet i modellerna visar på att grupptillhörighet har ett signifikant samband med FRIV ($p < 0,05$) och TOTAL ($p < 0,01$), såsom t-testet för hypotes H_2 indikerat. För både frivillig och total disclosure-nivå ligger Grupp I högre.

Variablerna ROE och SIZE har en signifikant inverkan på disclosure-nivån för frivillig disclosure. Liksom för LAG är sambandet med ROE negativt. Det negativa sambandet kan tyckas något motsägelsefullt, särskilt som tidigare studier pekat på ett positivt samband mellan ROE och frivillig disclosure. Förklaringen skulle kunna ligga i att bolag med dålig lönsamhet känner ett större behov av att lämna mer utförlig information för att förklara sina resultat.

För total disclosure har endast storlek signifikant påverkan på disclosure-nivån. I enlighet med resultatet för hypotes H_1 , har år före och efter Kodens införande inget signifikant samband med varken frivillig eller total disclosure-nivå.

Korrelationsmatrisen i *Appendix D (Tabell D-3)* visar att multikollinearitet inte föreligger mellan de oberoende variablerna och således finns inte risk att dessa förklarar samma saker i regressionerna.

5.4 Sammanfattning av hypotesprövning

Tabell 5-8: Sammanfattning av hypotesprövning

Hypotes	LAG	FRIV	ÖVERSKÅD	TOTAL
H_1 : Disclosure-nivån ₂₀₀₈ > Disclosure-nivån ₂₀₀₇	(Ja)*	Nej	Nej	Nej
H_2 : Disclosure-nivån _{Grupp I} > Disclosure-nivån _{Grupp II}	Ja*	Ja*	Nej	Ja†
H_3 : (Disclosure-nivån ₂₀₀₈ – Disclosure-nivån ₂₀₀₇) _{Grupp II} > (Disclosure-nivån ₂₀₀₈ – Disclosure-nivån ₂₀₀₇) _{Grupp I}	(Nej)*	Nej	Nej	Nej

† = signifikant på 1%-nivån, * = signifikant på 5%-nivån, (...) = osäkert resultat.

För hypotes H_1 får vi resultatet att total disclosure-nivå inte har förändrats mellan år 2007 och 2008. Vi ser inte heller en förändring i överskådlighet eller frivillig disclosure-nivå. t-testet visar att lagstadgad disclosure-nivå är högre år 2008 jämfört med 2007.

För hypotes H_2 finner vi att Grupp I har en signifikant högre disclosure-nivå än Grupp II vad gäller lagstadgad, frivillig och total disclosure. I fråga om överskådlighet i årsredovisningen finner vi ingen skillnad mellan grupperna.

Hypotesprövningen för H_3 visar att disclosure-nivån inte har ökat mer för Grupp II än för Grupp I. Däremot finner vi en signifikant skillnad mellan grupperna för lagstadgad disclosure, men i motsats till vår hypotes är det Grupp I som ökar mer än Grupp II.

Resultatet av hypotesprövningen för lagstadgad disclosure är dock osäkert. t-testet visar en signifikant ökning i disclosure-nivån mellan 2007 och 2008. Resultatet är således i paritet med

våra förväntningar. Huruvida ökningen i disclosure-nivå kan motiveras utifrån Kodens implementering är emellertid svårare att uttala sig om.

Regressionsmodell 1 påvisar ett positivt samband mellan ökning i bolagsstorlek och ökning i lagstadgad disclosure. Följaktligen skulle ökningen i lagstadgad disclosure kunna förklaras av en ökning i bolagsstorlek.

Regressionsmodell 2 som utförs på samtliga observationer konstaterar ett positivt samband mellan lagstadgad disclosure och bolagsstorlek respektive lönsamhet. Analysen kan förvisso inte förklara *ökningen* i disclosure-nivå mellan åren, men ger å andra sidan resultatet att det saknas ett signifikant *samband* mellan lagstadgad disclosure och Kodens införande.

Sammantaget pekar analyserna på att ökningen i lagstadgad disclosure mellan 2007 och 2008 beror på andra faktorer än Kodens införande.

6. Slutsatser och diskussion

Syftet med studien var att undersöka om införandet av den reviderade Kodens påverkat informationsgivningen i företagens årsredovisningar. Våra resultat visar att det inte skett en förändring i disclosure-nivå mellan 2007 och 2008. Svaret på frågeställningen är således att bolagen *inte* lämnar mer information i årsredovisningen efter Kodens införande.

Vid en nedbrytning av informationsgivningen i lagstadgad och frivillig del, samt överskådlighet i årsredovisningen, blir bilden delvis annorlunda. För varken frivillig disclosure eller överskådlighet kan vi se en ökning mellan åren. I fallet med frivillig disclosure ser vi, i motsats till förväntningarna, en minskning även om denna inte är signifikant. Detta är något märkligt eftersom tidigare studier funnit ett positivt samband mellan bolagsstyrningsmekanismer och just frivillig disclosure. En anledning skulle kunna vara att bolag avsätter större resurser för att följa nya regleringar och därmed i viss mån försummar sådana områden som inte faller under reglering.

För lagstadgad disclosure ser vi en positiv förändring i disclosure-nivån, men vidare testning pekar på att ökningen kan bero på andra faktorer. Alltså kan vi inte uttala oss om ökningen beror på Kodens införande.

Vår studie visar också att det finns en tydlig skillnad i disclosure-nivå mellan bolag som tillämpat Kodens frivilligt och bolag som inte tillämpat den alls före dess implementering. Bolag som tidigare tillämpat Kodens frivilligt har genomgående en högre disclosure-nivå. Resultatet överensstämmer med våra förväntningar och med teorin – att bolag som implementerat fler bolagsstyrningsmekanismer också har en högre disclosure-nivå.

Anmärkningsvärt är att skillnaden mellan grupperna inte har minskat. Våra förväntningar formulerades utifrån föreställningen att bolag som tidigare inte tillämpat Kodens skulle uppvisa en större ökning i disclosure-nivå mellan åren. Mot förmodan visar resultatet att det inte skett en större ökning i disclosure-nivå för bolag som kategoriserats som icke-tillämpare av Kodens. Noterbart är att bolag som tillhör gruppen frivilliga tillämpare uppvisar en signifikant större ökning i lagstadgad disclosure. Såsom vi har konstaterat ovan är det dock svårt att avgöra huruvida en sådan ökning kan tillskrivas Kodens, eller bättre förklaras av andra faktorer.

Sammanfattningsvis kan sägas att resultaten från studien är något motsägelsefulla. Å ena sidan har bolag som tidigare rapporterat i enlighet med Kodens en högre disclosure-nivå, vilket tyder på att Kodens har en faktisk påverkan på bolagens informationsgivning. Å andra sidan har ingen förändring i disclosure-nivå skett i och med Kodens tvingande införande, vilket vi borde se om Kodens påverkar informationsgivningen – åtminstone för bolag som tidigare inte tillämpat Kodens alls.

Det kan vara så att bolag som tidigare tillämpat Kodens är mer genuint intresserade av att lämna bra och utförlig information – att företag redan innan Kodens tvingande införande väljer att tillämpa väsentliga delar signalerar att företagen är måna om en fungerande bolagsstyrning.

Vidare kan vårt urval ha betydelse för resultatet. Bolagen som ingår i gruppen som tidigare frivilligt tillämpat Kodens är bolag som tillämpat Kodens i *större* utsträckning. Således har vi

konstaterat att dessa bolag infört ett antal av Kodens centrala bestämmelser. Den högre disclosure-nivån hos dessa bolag pekar på att en del av Kodens bolagsstyrningsmekanismer måste finnas på plats för att få genomslag i bolagens informationsgivning.

Resultatet skulle också kunna förklaras av att bolag som tidigare inte tillämpat Koden, inte heller efter att Koden blivit tvingande, lever upp till regleringen. I studien har vi inte kontrollerat för bolagens faktiska tillämpning av Koden år 2008, utan resultaten bygger på antagandet att bolagen tillämpar Koden efter införandet. Antagandet är rimligt med tanke på att bolagen är tvungna att tillämpa Koden enligt noteringsavtal, men kan samtidigt ifrågasättas eftersom inga sanktioner är knutna till den. Under arbetets gång har vi noterat att en del bolags tillämpning av Koden år 2008 är undermålig. Ett par bolag underlåter att lämna rapport om intern kontroll avseende den finansiella rapporteringen och vi har till och med sett ett bolag som inte lämnar bolagsstyrningsrapport eller ens nämner Koden.

Enligt teorin är god informationsgivning uttryck för en högre nivå av bolagsstyrning. Därmed torde hög disclosure-nivå utgöra ett mått på god bolagsstyrning. Baserat på våra resultat har vi anledning att ifrågasätta om införandet av den reviderade Koden har lett till bättre bolagsstyrning, eftersom vi inte funnit någon positiv förändring i disclosure-nivå. Dock indikerar resultaten att bolag som faktiskt implementerat Koden och infört bolagsstyrningsmekanismerna har bättre bolagsstyrning. För att avgöra om så är fallet, krävs vidare forskning som undersöker bolagens faktiska tillämpning för båda åren.

6.1 Reliabilitet, validitet och generaliserbarhet

Reliabiliteten, dvs. möjligheten att upprepa studien med samma resultat, kan delvis ifrågasättas. Uppsatsen har baserats på egeninsamlad data och ett egenkonstruerat index. I samband härmed har vi varit tvungna att göra en del nödvändiga avgränsningar och bedömningar. Därför har vi så långt som möjligt försökt redovisa de antaganden, avgränsningar och bedömningar som gjorts och som vi ansett nödvändiga. Problematiken kring datainsamling och konstruerande av index har diskuterats ingående under 4.1.4 – 4.1.7.

Uppsatsens validitet handlar om i vilken utsträckning vi mäter det som faktiskt ska mätas. Vi har utgått från disclosure- och transparens litteraturen i valet av undersökningsområden, i syfte att fånga sådan information som borde påverkas av stärkta bolagsstyrningsmekanismer. Således har mätningen fokuserats till relevanta informationsområden.

Vad gäller de statistiska tester som legat till grund för slutsatserna, har vi valt att göra testningen i två steg för att få säkrare resultat. För huvudslutsatsen att disclosure-nivån inte har ökat kan vi uttala oss med relativt hög statistisk säkerhet. Likaså har vi statistiskt stöd för att det finns en skillnad mellan grupperna i total disclosure-nivå, samt för Mann-Whitney U Test av hypotes H_3 .

I vissa fall har de statistiska antaganden som förutsätts inte med säkerhet förelegat. Detta gäller för de operade t-testet där variansen inte är lika (dvs. för LAG, FRIV och ÖVERSKÅD), samt regressionsmodellerna. I dessa fall har vi uttalat oss med försiktighet.

Uppsatsen bygger på ett urval av de bolag som från och med 1 juli 2008 för första gången måste rapportera enligt Koden. De 43 bolag som ingår i studien utgör extremer och har valts ut på grundval av tidigare kodtillämpning. Således är inte urvalet representativt för samtliga 200 bolag.

Huvudslutsatsen att bolagen inte lämnar mer information i årsredovisningen 2008 bör vi dock kunna generalisera till samtliga bolag som från och med 1 juli 2008 tillämpar den reviderade Koden. Detta eftersom resultatet håller för båda urvalsgrupperna och bolagen däremellan torde således ha attribut från båda grupper och därför inte skilja sig.

För de fall där vi jämfört de extrema grupperna bör generalisering inte göras, eftersom resultatet kan bero på urvalsbolagens specifika egenskaper.

Referenser

- Ahmed, K. och Courtis, J.K. (1999), "Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: A meta-analysis", *British Accounting Review* **31**(1), 35–61.
- Aktiebolagslag (2005:551).
- Bailey, W., Li, H., Mao, C.X. och Zhong, R. (2003), "Regulation fair disclosure and earnings information: Market, analyst, and corporate responses", *Journal of Finance* **58**(6), 2487-2514.
- Barth, M.E. och Schipper, K. (2008), "Financial reporting transparency", *Journal of Accounting, Auditing & Finance* **23**(2), 173-190.
- Beattie, V., McInnes, W. och Fearnley, S. (2004), "A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: A comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes", *Accounting Forum* **28**(3), 205-236.
- Botosan, C.A. (1997), "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review* **72**(3), 323-349.
- Botosan, C.A. (2006), "Disclosure and the cost of capital: What do we know?", *Accounting and business research* **36** Special issue, 31-40.
- Bushman, R. M. och Smith, A. J. (2003), "Transparence, financial reporting information and corporate governance", *Economic Policy Review* **9**(1), 65-87.
- Darlington, R.B. (2004), *Factor analysis*. Tillgänglig [online]: <http://www.psych.cornell.edu/Darlington/factor.htm> [2009-05-04].
- Darmer, P. och Freytag, P.V. (1995), *Företagsekonomisk undersökningsmetodik*. Lund: Studentlitteratur.
- Dunn, J. (1996), *Auditing theory and practice*, London: Prentice Hall.
- Edlund, Per-Olov, Associate Professor, Center of Economic Statistics, Handelshögskolan i Stockholm.
- Forker, J.J. (1992), "Corporate Governance and Disclosure Quality", *Accounting and Business Research* **22**(86), 111-124.
- Grandin, U. (2003), *Dataanalys och hypotesprövning för statistikanvändare*. Institutionen för miljöanalys, SLU. Tillgänglig [online]: www.naturvardsverket.se/upload/02_tillstandet_i_miljon/miljoovervakning/handledning/dataanalys_och_hypotesprovn.pdf [2009-05-04].
- Guan, Y-D., Sheu, D-F. och Chu, Y-C. (2007), "Ownership structure, board composition and information disclosure: Empirical evidence from Taiwan IC design companies", *Journal of American Academy of Business, Cambridge* **11**(2), 182-190.
- Gustavsson, E. och Karlsson, M. (2008), "Reviderad Svensk kod för bolagsstyrning: En studie av dess påverkan på svensk bolagsstyrning". Examensuppsats. Handelshögskolan i Stockholm.
- Healy, P.M. och Palepu, K.G. (2001), "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics* **31**, 405–440.
- Hellbom, O. (2006), "Han sågar bolagskoden", *Dagens Industri*, 1 juni.
- Ho, S.S.M. and Wong, K.S. (2001), A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure, *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation* **10**(2), 139-156.
- Holme, I.M. och Solvang, B.K. (1997), *Forskningsmetodik: Om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Lund: Studentlitteratur.
- Iran, A.J. och Karamanou, I. (2003), "Regulation fair disclosure, analyst following, and analyst forecast dispersion", *Accounting Horizons* **17**(1), 15-29.
- Ivemyr, F., Johansson, J. och Svenneback Dingfors, M. (2008), "Svensk kod för bolagsstyrning och förvaltningsrevision". Magisteruppsats. Uppsala universitet, Företagsekonomiska institutionen.
- Jensen, M.C. och Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* **3**(4), 305-360.

- Svensk kod för bolagsstyrning (2008), *Gällande från 1 juli 2008*. Tillgänglig [online]: <http://www.bolagsstyrning.se/media/12534/svensk-kod-for-bolagsstyrning-2008-07-01.pdf> [2009-02-12].
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2008), *Reviderad svensk kod för bolagsstyrning. Bakgrund, syfte och innehåll i huvuddrag*. Tillgänglig [online]: [http://www.bolagsstyrning.se/media/15384/reviderad kod - bakgrund, syfte, innehåll i huvuddrag - presentation vid informationsdag för nya kodbolag 08-10-24.ppt](http://www.bolagsstyrning.se/media/15384/reviderad_kod_-_bakgrund,_syfte,_innehall_i_huvuddrag_-_presentation_vid_informationsdag_för_nya_kodbolag_08-10-24.ppt) [2009-03-15].
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2009), *Bolagsstyrningens utveckling*. Tillgänglig [online]: <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning/bolagsstyrningens-utveckling> [2009-03-15].
- Kollegiet för svensk bolagsstyrning (2009a), *Bolagsstyrning*. Tillgänglig [online]: <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning> [2009-04-07].
- Lang, M. och Lundholm, R. (1993), "Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosure", *Journal of Accounting Research* **31**(2), 246-271.
- Lim, S., Matolcsy, Z. och Chow, D. (2007), "The association between board composition and different types of voluntary disclosure", *European Accounting Review* **16**(3), 555-583.
- Lindbergh, M-L. och Widmark, H. (2008), "Svensk kod för bolagsstyrning – effekter på den interna kontrollen". Magisteruppsats. Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet.
- Lindén Lindsö, J. och Nilsson, M. (2007): "Ägarstrukturens påverkan på tillämpningen av Svensk kod för bolagsstyrning: En studie av bolagsstyrningsrapporter". Examensuppsats. Handelshögskolan i Stockholm.
- Mallin, C. (2002), "Editorial The relationship between corporate governance, transparency and financial disclosure", *Corporate Governance: An International Review* **10**(4), 253-255.
- Marston, C.L. och Shrires, P.J. (1991), "The use of disclosure indices in accounting research: A review article", *British Accounting Review* **23**(3), 195-210.
- Meek, G.K., Roberts, C.B. och Gray, S.J. (1995), "Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations", *Journal of International Business Studies* **26**(3), 555-572.
- von Nandelstadh, A. och Rosenberg, M. (2003), *Corporate governance mechanisms and firm performance: Evidence from Finland*. Working paper ISSN 0357-4598. Swedish School of Economics and Business Administration.
- Nowland, J. (2008), The effect of national governance codes on firm disclosure: Evidence from analyst earnings forecasts, *Corporate Governance: An International Review* **16**(6), 475-491.
- Qviberg, M. (2007), "Kod för värddeförstöring", *Veckans Affärer*, 18 januari.
- Sheridan, L., Jones, E. och Marston, C. (2006), "Corporate governance codes and the supply of corporate information in the UK", *Corporate Governance: An International Review* **14**(5), 497-503.
- Shleifer, A. och Vishny, R.W. (1997), "A survey of corporate governance", *Journal of Finance* **52**(2), 737-783.
- Sorjonen, K. (2009), *Faktoranalys och Cronbachs alpha i SPSS*. Tillgänglig [online]: http://courses.ki.se/datasal_faktoranalys.pdf?node=180760 [2009-05-04].
- SOU 2004:46, *Svensk kod för bolagsstyrning*. Förslag från Kodgruppen. Stockholm: Elanders Gotab AB.
- Ström, N. (2006), *Essays on information disclosure. Content, consequence and relevance*. Doktorsavhandling, Företagsekonomiska institutionen, Uppsala universitet.
- Tibblin, E. och Johansson, M. (2008): "Ägarstrukturens betydelse för antalet avvikelser från Svensk Kod för Bolagsstyrning". Magisteruppsats. Uppsala universitet, Företagsekonomiska institutionen.
- Årsredovisningslag (1995:1554).

Appendix A: Bolag och indexpoäng

FÖRETAG	GRUPP	Indexpoäng LAGSTAD		Indexpoäng FRIV		Indexpoäng UPPDELN		Indexpoäng TOTAL		Differens TOTAL(08-07)
		2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	
Affärsstrategerna	II	-0,62	-0,60	-0,15	-0,31	-1,26	-1,26	-2,03	-2,17	-0,14
Anoto Group	I	-1,01	-1,04	-0,84	-0,78	0,93	1,52	-0,92	-0,30	0,62
Aspiro	I	1,40	1,52	0,51	-0,06	-0,92	-0,77	0,99	0,69	-0,30
Betsson	II	-0,25	0,08	-0,27	-0,45	-0,27	-0,27	-0,79	-0,64	0,15
BioGaia	II	-0,93	-0,57	-0,17	-0,17	0,24	0,38	-0,87	-0,36	0,51
Biolin	II	0,81	0,47	-0,30	-0,98	1,45	0,86	1,96	0,35	-1,60
Björn Borg	I	0,21	0,52	-0,10	-0,26	-0,18	-0,62	-0,07	-0,36	-0,29
Borås Wäfveri	II	-0,54	-0,54	-0,85	-0,98	-0,26	-1,00	-1,66	-2,52	-0,86
BTS Group	II	-0,51	-0,46	1,92	1,43	-0,62	-0,47	0,79	0,49	-0,30
Cision	I	0,88	1,47	2,48	0,40	0,46	0,46	3,83	2,33	-1,49
Connecta	II	-0,92	-0,93	-0,67	-0,38	0,14	0,14	-1,45	-1,17	0,28
Cybercom	I	-0,82	1,60	-0,42	-0,39	0,29	0,66	-0,95	1,88	2,82
Dagon	II	-1,18	-0,73	-0,02	0,54	0,06	-0,38	-1,14	-0,58	0,57
Duroc	II	-0,03	-0,21	-0,41	-0,52	-0,38	-0,38	-0,82	-1,11	-0,29
Elanders	I	1,79	2,20	3,89	4,00	0,93	0,78	6,61	6,98	0,37
Fagerhult	I	0,24	0,14	-0,43	-0,31	1,03	0,88	0,84	0,71	-0,13
Feelgood	I	-0,57	-0,67	-0,70	-0,45	0,41	0,26	-0,86	-0,86	0,00
Fenix Outdoor	II	-0,88	-0,77	-0,60	-0,59	-0,47	-0,47	-1,95	-1,84	0,11
Fingerprint	II	-1,78	-1,69	-0,52	-0,52	-2,08	-2,08	-4,38	-4,29	0,08
IBS	I	1,29	1,79	0,31	-1,06	0,72	0,72	2,32	1,44	-0,89
Karo Bio	I	0,70	0,71	-0,39	-0,65	-0,33	-0,18	-0,01	-0,13	-0,11
Malmbergs Elekt.	II	-0,08	0,13	-0,66	-0,67	2,31	2,78	1,57	2,24	0,67
Micronic	I	1,69	2,11	-0,02	-0,05	0,34	-0,39	2,02	1,67	-0,35
Midway Holding	II	-1,03	-0,88	-0,45	-0,52	-1,29	-1,29	-2,77	-2,69	0,07
Modul 1 Data	I	-0,11	-0,10	-0,09	-0,32	0,28	0,13	0,07	-0,29	-0,36
MSC Konsult	II	-1,28	-1,28	-0,53	-0,79	0,69	0,84	-1,12	-1,24	-0,12
MultiQ Int.	II	-0,46	-0,54	-0,63	-0,76	1,16	1,01	0,06	-0,29	-0,35
Net Insight	I	-0,41	0,08	0,13	-0,14	0,11	0,11	-0,16	0,05	0,21
Novestra	II	1,26	1,00	-0,61	-0,46	-2,78	-2,05	-2,13	-1,52	0,61
Novotek	II	-0,75	-0,78	0,59	0,54	-0,30	0,11	-0,47	-0,13	0,34
NSP Holding	II	1,05	1,08	0,54	-0,01	-1,25	-1,37	0,34	-0,30	-0,64
Opcon	II	1,41	0,72	-0,37	0,29	2,07	2,36	3,11	3,38	0,27
PartnerTech	I	0,14	0,16	-0,36	0,40	-0,15	-0,01	-0,37	0,56	0,93
Phonera	I	-0,12	0,97	0,88	1,19	-1,93	-1,34	-1,17	0,81	1,99
Precise Biometrics	II	0,58	-0,46	-0,02	1,45	-0,53	-0,53	0,03	0,47	0,44
ProAct IT Group	II	-0,70	-0,09	-0,95	-0,99	0,61	0,90	-1,05	-0,18	0,87
Proffice	I	-1,13	-1,00	-0,57	-0,80	0,07	0,07	-1,63	-1,72	-0,09
ProfilGruppen	I	0,64	0,49	1,35	1,61	-0,59	0,28	1,39	2,38	0,98
Rottneros	I	-0,73	-0,84	2,61	2,33	-0,35	-0,21	1,53	1,28	-0,24
Sigma	I	-0,72	-0,39	-0,51	-0,33	0,81	1,11	-0,42	0,39	0,81
Svedbergs	II	-1,54	-1,43	-0,84	-0,89	-0,50	-0,80	-2,88	-3,12	-0,24
Ticket	I	1,75	2,50	-0,20	0,25	0,24	0,09	1,78	2,84	1,05
XANO	II	-0,38	-0,08	-0,31	-0,09	0,41	0,11	-0,28	-0,05	0,23

Appendix B: Detaljerad beskrivning av datainsamling för mätpunkter som ingår i disclosure-index

Variabel-namn	Del i ÅR	Metod för datainsamling	Avgränsningar
ERS	LagÅR	Vi har tittat i not för koncernen, antingen under not om anställda eller i en separat not. ²⁹ Stycken om principer och riktlinjer om ersättning, ersättning till styrelse, VD och ledning, pension, uppsägningstid och avgångsvederlag har kopierats och klistrats in i Word där antalet ord räknats. Kommentarer till tabeller har inräknats när det står i ett eget stycke, ofta med rubrik, i samma storlek som övrig text.	Tabeller och transaktioner till närstående har ej räknats in. ³⁰ Likaså har avsnitt om personaloptionsprogram och aktierelaterade ersättningar till anställda exkluderats när dessa inte tar sikte på enbart ledningen. ³¹
RISK	LagÅR	Vi har sökt på ”risk” i Adobe Reader och räknat antalet gånger ordet förekommer i förvaltningsberättelse, räkenskaper, noter och styrelsens intygande.	Ord som godkänts är ”risk” (och alla dess böjningsformer) och ”riskhantering”. Sammansatta ord har endast godkänts för namngivelse av olika risktyper, t.ex. affärsrisk, kreditrisk och likviditetsrisk. ³²
RISK2	VHB	Vi har kopierat text i avsnitt om risk eller riskhantering, inklusive rubrik och eventuella tabeller, och klistrat in det i Word där antalet ord räknats. ³³	För att godkännas har vi krävt ett separat avsnitt med tydlig rubrik och att det rör risker för hela bolaget.
DIS	LagÅR	Vi har räknat antal noter i resultat- och balansräkningarna för koncernen. I vissa fall redovisas koncern och moderbolag i samma tabell. Därför har vi kontrollerat att noterna är hänförliga till just koncernen och en finansiell post. Vi har därför inte räknat t.ex. not om bokslutsdispositioner och obeskattade reserver, som ju är hänförligt till moderbolaget i egenskap av skattesubjekt.	Not eller noter om ställda säkerheter och eventualförpliktelser har räknats om bolaget angett storleken på säkerheterna och förpliktelserna under koncernbalansräkningen, men inte om de i balansräkningen bara hänvisar till noten.
FIN	LagÅR VHB	Vi har räknat antal nyckeltal i flerårsöversikten. I de fall bolaget saknat en sådan har vi sökt på ”nyckeltal” och räknat antal nyckeltal i den tabell som visar dessa över ett antal år. ³⁴	En lista på 28 nyckeltal har hämtats från Sveriges Finansanalytikers Förening. ³⁵ Till dessa har vi lagt nettoomsättning, antal aktier och utdelning per aktie. Inga andra nyckeltal har räknats. Vissa bolag har aktierelaterade mått i avsnittet om aktien, men vi har valt att bara se till de mått som är inkluderade i översikten eftersom det är en sammanställning av de viktigaste måtten för bolaget. ³⁶

²⁹ I Cybercoms ÅR 2007 redovisas text och tabell om ersättning till ledare befattningshavare i not om transaktioner till närstående i slutet av notapparaten. Detta har räknats som noll ord.

³⁰ Transaktioner till närstående redovisas av de flesta bolag i en egen not och behandlar vanligtvis inte ersättning.

³¹ I Betsson ÅR 08 har vi inkluderat stycket om ”aktierelaterade ersättningar till anställda” i beräkningen eftersom detta i huvudsak behandlar ersättning till VD.

³² I Biogaia har således ”smittorisken” godkänts trots att den inte hänför sig till operationell eller finansiell risk. Ordet förekom två gånger och vi har därför gjort bedömningen att det inte är i en sådan omfattning att det ger en sned bild av företagets disclosure av operationella och finansiella risker.

³³ I alla bolag som haft riskhanteringsavsnitt, utom Rottneros, har enstaka tabell eller graf legat i texten eller i samband med text. I Rottneros exkluderades däremot en separat sida med bara tabeller och grafer i samband med riskhanteringsavsnittet, eftersom denna var separerad från texten och inga förklaringar gavs.

³⁴ Alla bolag har redovisat nyckeltalen över minst fem år förutom Dagon som pga. tidigare brutet räkenskapsår redovisat över två respektive tre år.

³⁵ www.iei.liu.se/content/1/c4/90/28/anvandning_av_nyckeltal_sff.pdf (2009-03-21)

³⁶ Rörelsemarginal har räknats en gång även om bolaget redovisat t.ex. rörelsemarginal före och efter goodwill. EBIT har godkänts istället för rörelsemarginal. Antal aktier har räknats en gång för antingen ”antal aktier”, ”genomsnittligt antal aktier”, ”antal aktier vid årets slut” etc. Flera mått på antal aktier har således inte lett till högre poäng.

FRAM	LagÅR	FRAM är antal ord om framtida utveckling eller utsikter i förvaltningsberättelsen. Text, inklusive rubrik, har kopierats och klistrats in i Word där antalet ord beräknats. ³⁷	I vissa fall har marknads- och framtidsutsikter presenterats under samma rubrik. I dessa fall har hela stycket räknats in. Huvudsaken har varit att jämförbarhet mellan år för bolaget uppnås.
STR	VHB	Vi har kopierat text, inklusive rubrik, och klistrat in det i Word där antalet ord räknats.	Vi har krävt en rubrik som avgränsar stycket. ³⁸ Strategi som behandlas löpande har således ej inräknats. Vidare har vi fordrat att strategiavsnittet behandlar bolagets övergripande strategier. ³⁹ Vissa bolag har diskuterat strategi och mål i samma textavsnitt. I dessa fall har vi räknat hela avsnittet. ⁴⁰ Dock har vi alltid exkluderat affärsidé och vision.
PRIN	LagÅR	Avsnitt om redovisningsprinciper kommer direkt efter räkenskaper i den lagstadgade årsredovisningen. Antingen redovisas det före notapparaten eller i de första noterna. Vi har inkluderat allmänna principer, i koncernen tillämpade principer och i moderbolaget tillämpade principer. ^{41,42} Text, exklusive huvudrubrik eller notrubrik, har kopierats och klistrats in i Word där antalet ord räknats.	För att uppnå konsekvens mellan bolag har vi exkluderat avsnitt om finansiella risker och definitioner i de fall det förekommit, eftersom de flesta bolag redogjort för dessa på andra platser i årsredovisningen.
VOL	VHB	Vi har markerat all text i årsredovisningen genom funktionen ”markera allt” och sedan klistrat in det i Word, för att därefter exkludera text från förvaltningsberättelsen och framåt, samt de avsnitt som inte ingår i beräkningen. ⁴³ I vissa rapporter med särskild formatering har funktionen ”markera allt” inte fungerat. För dessa rapporter har varje sida som ska inkluderas markerats manuellt, kopierats var för sig och klistrats in i Word.	Verksamhetsberättelsens utformning skiljer sig på många håll mellan bolag – en del inkluderar avsnitt om styrelse, ledning, nyckeltalsdefinitioner och bolagsstyrningsavsnitt i verksamhetsberättelsen, medan andra bolag presenterar samma information sist i årsredovisningen. För att uppnå konsekvens mellan bolag har vi valt att räkna in all information som presenteras i verksamhetsberättelsen och exkludera avsnitt om styrelse, ledning, nyckeltalsdefinitioner och bolagsstyrningsavsnitt i de fall dessa förekommer före förvaltningsberättelsen. ⁴⁴

Totalt 9 mätpunkter. LagÅR står för lagstadgad årsredovisning och VHB står för verksamhetsberättelse.

³⁷ Dagon ÅR 2007 och Midway Holding ÅR 2007 och 2008 är de rapporter där framtidsutsikter ej redogjorts för.

³⁸ Vi har inte godkänt när företagets nya strategi diskuteras under rubriken ”Ny strategi” under VD:s ord i t.ex. Anotos ÅR 2007.

³⁹ Fenix Outdoors avsnitt om varumärkesstrategi och Fingerprints avsnitt om patentstrategi har således ej godkänts eftersom de endast redogör för en specifik strategi. Vidare har inte Micronics avsnitt om strategi godkänts eftersom det behandlar den strategiska processen och inte de faktiska strategierna.

⁴⁰ Även om det inte blir helt konsekvent *mellan bolag* som har lagt ihop strategi och mål och bolag som har dem i separata avsnitt har vi gjort på samma sätt *mellan åren* för respektive bolag eftersom vi i annat fall hade behövt bedöma när texten behandlar strategi och när den behandlar mål. I Cybercom ÅR 2008 lades stycket som låg under ”Historik” i ÅR 2007 in under strategiavsnittet. Detta stycke har inte räknats med i antal ord för ÅR 2008.

⁴¹ I Rottneros har PRIN ökat från 3493 (2007) till 6039 (2008) ord. Detta beror på att bolaget i ÅR 2008 har drygt två sidor mer förklaringar om *Standarder, ändringar och tolkningar av befintliga standarder som ännu inte har trätt i kraft och som inte har tillämpats i förtid av Koncernen* samt *Tolkningar av befintliga standarder som ännu inte har trätt i kraft och som inte är relevanta för Koncernen*. Vi exkluderar den senare för båda åren eftersom de inte är relevanta för bolaget. Antal ord blir då 3102 (2007) och 4497 (2008).

⁴² I XANO:s, Dagon och Opcons ÅR har bolaget först redogjort för alla principer och klassificeringar för koncernen. Först efter alla noter som rör koncernen redogör bolaget för principer och klassificeringar för moderbolaget. I detta fall har vi bara räknat redovisningsprinciper för koncernen, en stor del är upprepningar. Vi har gjort på samma sätt båda åren.

⁴³ En svårighet med mätningen av VOL är att när text kopieras kastas stycken om i många rapporter, så att t.ex. huvudrubriken hamnar mitt i texten. Det här gör det svårt att veta vilken text som hör till vilket avsnitt när avsnitt ska exkluderas. Vi har försökt korrigera för detta genom att titta på innehållet i texten och jämföra med innehållet på sidan.

⁴⁴ I ett fåtal bolag har mindre skillnader i innehållsstrukturen mellan år förekommit. I t.ex. KaroBio låg femårsöversikten efter förvaltningsberättelsen i ÅR 2007 och exkluderades därför. I ÅR 2008 ligger dock femårsöversikten före förvaltningsberättelsen vilket vi i enlighet med metoden räknar in. I detta fall har vi dock även exkluderat översikten i ÅR 2007 för att uppnå konsekvens mellan åren.

Appendix C: Exempel på utdrag från årsredovisningar

Nedan illustrerar vi med ett par exempel, hämtade från bolagens årsredovisningar, förändringar i disclosure-nivån mellan åren. Avsikten härmed är att i konkreta termer visa på hur förändringen i disclosure-nivå återspeglas i företagets årsredovisningar samt framhålla sambandet mellan kvantitet och kvalitet.

Ex 1: Utdrag ur BioGaias årsredovisningar för 2007 resp. 2008, mätpunkten FRAM

2007

Förväntningar avseende den framtida utvecklingen

BioGaias mål är att nå en god långsiktig avkastning genom ökad omsättning från existerande och nya kunder samt en begränsad ökning av kostnadsnivån. Under den kommande tvåårsperioden beräknas att lanseringar kommer att ske i ett stort antal länder vad gäller tabletter, droppar och munhälsoprodukter. Med en stark produktportfölj innehållande ett antal innovativa produkter, lyckade kliniska prövningar och ett växande distributionsnät som täcker en stor del av de intressanta marknaderna ser framtiden för BioGaia positiv ut.

2008

Förväntningar avseende den framtida utvecklingen

BioGaias mål är att skapa en stark värdeökning och en bra avkastning för aktieägarna. Detta skall ske genom en ökad betoning av det egna varumärket, ökad omsättning från existerande och nya kunder samt en kontrollerad kostnadsnivå. Det finansiella målet är att inom 3-5 år nå en vinstmarginal på 25%. Ambitionen är att utdelning till aktieägarna skall uppgå till 30% av vinsten efter betald skatt. Under 2009 beräknas att lanseringar kommer att ske i ett stort antal länder. Med en stark produktportfölj innehållande ett ökat antal innovativa produkter delvis under eget varumärke, lyckade kliniska prövningar och ett växande distributionsnät som täcker en stor del av de intressanta marknaderna ser framtiden för BioGaia positiv ut.

Kommentar: För denna mätpunkt har antalet ord ökat från 80 (2007) till 118 (2008). Vi tycker oss också kunna utläsa en klar förbättring i kvaliteten i den redovisade informationen. I 2008 års framtidsutsikter presenteras konkret information om bolagets finansiella mål på 3-5 års sikt och utdelningsmålet för nästkommande år. I 2007 års framtidsutsikter är informationen mer svävande.

Ex 2: Utdrag ur NSP Holdings årsredovisningar för 2007 resp. 2008, mätpunkten ERS

2007

Aktierelat erade förmåner

Vid årsstämman den 25 april 2007 godkändes ett optionsprogram för ledande befattningshavare och nyckelmedarbetare inom företagsledningen (Sverige) om 1 500 000 teckningsoptioner till teckningskursen 3 SEK. Rätten att förvärva Teckningsoptioner är villkorad av att tagaren av teckningsoptionen är anställd inom NSP-koncernen under förvärvstiden av optionerna. Teckningsoptionerna skall enligt villkor mellan NSP och tagaren tecknas under perioden 15 juni 2009 till 30 juni 2009. Premien för teckningsoptionerna beräknades utifrån aktiens genomsnittkurs under perioden 25 april 27 april 2007 enligt den s.k. Black Scholes-metoden. Vid ett fullt utnyttjande av teckningsoptionerna skulle bolagets aktiekapital öka med 270 000 SEK, vilket motsvarar en utspädning om cirka 1 % av aktiekapitalet. Vid ett fullt utnyttjande av teckningsoptionerna skulle bolaget tillföras 4 500 000 SEK.

Vid årsstämman den 18 april 2006 godkändes ett optionsprogram för ledande befattningshavare och nyckelmedarbetare inom företagsledningen (Sverige) om 9 000 000 teckningsoptioner till teckningskursen 1 krona. Rätten att förvärva Teckningsoptioner är villkorad av att tagaren av teckningsoptionen är anställd inom NSP-koncernen under förvärvstiden av optionerna. Teckningsoptionerna skall enligt villkor mellan NSP och tagaren inte utnyttjas innan den 1 december 2008, dock senast den 31 januari 2009. De sociala avgifter samt de optionskostnader som uppstår för teckningsoptionerna bokas löpande över resultaträkningen. Årets kostnad för optionsprogrammet uppgick till 1 398 kSEK plus sociala kostnader om 451 kSEK. Den totala kostnaden för optionsprogrammet, exklusive sociala kostnader, är beräknad till 3 783 kSEK. Optionerna värderas enligt en Black-Scholes modell. Värderingen grundades på följande förutsättningar: aktiekurs vid tilldelning: 1,25 SEK, förväntad volatilitet: 30 procent och riskfri ränta: 3,16 procent. Förväntad volatilitet beror huvudsakligen på volatiliteten för liknande aktier. Alla optioner tilldelas utan kostnad och optionerna överförs enligt ovan datum. För samtliga deltagare utgör tilldelning skattepliktig inkomst.

2008

Aktierelaterade förmåner

Vid årsstämman den 18 april 2006 godkändes ett optionsprogram för ledande befattningshavare och nyckelmedarbetare inom företagsledningen (Sverige) om 9 000 000 teckningsoptioner till teckningskursen 40 SEK. Rätten att förvärva Teckningsoptioner

är villkorad av att tagaren av teckningsoptionen är anställd inom NSP-koncernen under förvärvstiden av optionerna. Teckningsoptionerna skall enligt villkor mellan NSP och tagaren inte utnyttjas innan den 1 december 2008, dock senast den 31 januari 2009. De sociala avgifter samt de optionskostnader som uppstår för teckningsoptionerna bokas löpande över resultaträkningen. Årets kostnad för optionsprogrammet uppgick till 1 086 kSEK. Incitamentsprogrammet har löpt ut och inte utnyttjats till någon del då aktiekursen understiger teckningskursen.

Kommentar: Exemplet ovan illustrerar det motsatta fallet – dvs. att informationsgivningen har försämrats mellan åren. I fråga om aktierelaterade förmåner som ingår i mätpunkten ersättning till ledande befattningshavare har antalet ord minskats från 284 (2007) till 105 (2008). Således står det klart att mängden information (kvantiteten) är mindre för 2008. Vi menar också på att kvaliteten i informationen har försämrats till följd av att betydelsefulla antaganden om värdering av optionerna har fallit bort.

Ex 3: Utdrag ur Affärsstrategiernas årsredovisningar för 2007 resp. 2008, mätpunkten STR

2007

Strategier

Affärsstrategiernas primära investeringsfokus är verksamheter inom Life Science och IT med mycket god potential att bli ledande nischaktörer. Detta investeringsfokus innebär att risken är relativt hög. För att reducera risken investeras därför minst 50 procent av verksamhetens tillgångar i likvida medel, börsnoterade bolag eller i vinstgenererande helägda bolag. Denna investeringsstrategi innebär att risken balanseras.

2008

Strategier

Affärsstrategiernas primära investeringsfokus är verksamheter inom Life Science och IT med mycket god potential att bli ledande nischaktörer. Detta investeringsfokus innebär att risken är relativt hög. För att reducera risken investeras därför minst 50 procent av verksamhetens tillgångar i likvida medel, börsnoterade bolag eller i vinstgenererande helägda bolag. Denna investeringsstrategi innebär att risken balanseras. Målsättningen är även att ha en ägarandel om minst 30 procent i varje enskilt bolag/projekt för att därigenom få ett stort inflytande över verksamhetens utveckling och kunna utöva ett aktivt ägarskap.

Kommentar: Exemplet illustrerar att ytterligare information har lagts till i ÅR 2008 om bolagets strategi. Antal ord har ökat från 55 (2007) till 86 (2008).

Appendix D: Regressionsmodell 3 och 4 och korrelationsmatris

Regressionsmodell 3 ser ut som följande:

$$FRIV = \alpha + \beta_1 * KOD + \beta_2 * GRUPP + \beta_3 * SIZE + \beta_4 * SKULD + \beta_5 * ROE,$$

där FRIV= indexpoäng för frivillig disclosure-nivå, α =konstant, β = lutningen, KOD = dummy där 2007 antar värdet 0 och 2008 antar värdet 1, GRUPP = dummy där Grupp I antar värdet 1 och Grupp II antar värdet 0, SIZE = storlek på bolag, SKULD = skuldsättningsgrad och ROE = lönsamhet.

Tabell D-1: Regressionsmodell 3

Regressionsmodell 3: FRIV (2007 och 2008), 86 observationer					
Variabel	Unstandardized coefficients				
	B	Std.error	t	Sig. (2-tailed)	Sig. (1-tailed)
A	-2,691	1,542	-1,745	,085**	,0425*
KOD	-,141	,211	-,668	,506	,253
GRUPP	,426	,235	1,814	,073**	,0365*
SIZE	,192	,124	1,549	,125	,0625**
SKULD	,105	,244	,429	,669	,3345
ROE	-,352	,221	-1,594	,115	,0575**

*= signifikant på 5%-nivån, **= signifikant på 10%-nivån. Modellen har ett förklaringsvärde R^2 på 0,144.

Regressionsmodell 4 formuleras:

$$TOTAL = \alpha + \beta_1 * KOD + \beta_2 * GRUPP + \beta_3 * SIZE + \beta_4 * SKULD + \beta_5 * ROE,$$

där TOTAL= indexpoäng för total disclosure-nivå, α =konstant, β = lutningen, KOD = dummy där 2007 antar värdet 0 och 2008 antar värdet 1, GRUPP = dummy där Grupp I antar värdet 1 och Grupp II antar värdet 0, SIZE = storlek på bolag, SKULD = skuldsättningsgrad och ROE = lönsamhet.

Tabell D-2: Regressionsmodell 4

Regressionsmodell 4: TOTAL (2007 och 2008), 86 observationer					
Variabel	Unstandardized coefficients				
	B	Std.error	t	Sig. (2-tailed)	Sig. (1-tailed)
α	-7,032	2,810	-2,502	,014*	,007†
KOD	,055	,385	,143	,886	,443
GRUPP	1,236	,428	2,888	,005†	,0025†
SIZE	,493	,226	2,178	,032*	,016*
SKULD	-,123	,446	-,276	,784	,392
ROE	-,394	,403	-,979	,330	,165

†= signifikant på 1%-nivån, *= signifikant på 5%-nivån, **= signifikant på 10%-nivån. Modellen har ett förklaringsvärde R^2 på 0,238.

Tabell D-3: Korrelationsmatris – test för multikollinearitet

	SIZE	ROE	SKULD	KOD	GRUPP
SIZE	1				
ROE	,265*	1			
SKULD	,408†	-,041	1		
KOD	,004	-,219*	,026	1	
GRUPP	,383†	,032	-,081	,000	1

†= signifikant på 1%-nivån, *= signifikant på 5%-nivån

Om man tar med många oberoende variabler i en multipel regression finns det en stor risk att flera av dem är korrelerade och därigenom säger nästan samma sak, vilket kan ställa till problem vid tolkningen av resultatet från regressionen. Tabellen ovan visar att ingen av variablerna är särskilt starkt korrelerad med en annan.