

Global kapitalplacering men nationell bolagsstyrning?

En explorativ studie om valberedningsdeltagandet
i svenska noterade bolag med fokus på utländska
institutionella ägare

[Abstract: This study examines the observed difference between Swedish and foreign owners when it comes to nominating committee participation. The background to the study is that foreign owners seem to participate in Swedish nominating committees to a lesser extent than their Swedish counterparts. The focus is on institutional owners and the companies studied are all listed companies who follow the Swedish code of corporate governance. Particular attention is paid to perceived differences in behavior that can be explained using the common corporate governance related theories of Exit, Voice and Loyalty as well as Agency Theory. These explanations are chiefly related to differences in attitudes regarding insider information, different knowledge levels regarding the purpose and workings of nominating committees of the Swedish kind as well as differences due to home market biases.]

Författare: Mikael Ehne (21195) & Karolina Lundberg (21206)

Opponent: Sebastian Friedl (21300) & Patrik Resebo (21303)

Handledare: Markus Kalifatides

Framläggningstid: Kl. 10.15-12.00 den 27/5/2010

Innehållsförteckning

1. Inledning	3
1.1 Bakgrund	3
1.2 Problemdiskussion och syfte.....	5
1.3 Avgränsningar.....	5
1.4 Definitioner.....	6
1.5 Disposition.....	6
2. Metod.....	7
2.1 Val av studiemetod	7
2.2 Metodik.....	8
2.2.1 Urval vid intervjuer	8
2.2.2 Tillvägagångssätt vid intervjuer.....	9
3. Teoretiskt ramverk och tidigare studier	10
3.1.1 Agentteori.....	10
3.1.2 Exit, voice och loyalty	11
3.2 Tidigare studier.....	12
3.2.1 Bengtsson (2005).....	12
4. Empiri.....	13
4.1 Valberedningar och den svenska bolagsstyrningsmodellen	13
4.1.1 Bristande kunskap om den svenska modellen hos utländska ägare	14
4.2 Valberedningarna och inflytandet	15
4.2.1 Ägarförhållanden i enskilda bolag	15
4.2.2 Ekonomiska aspekter av ett valberedningsdeltagande	16
4.2.3 Insiderproblematiken.....	17
4.2.4 Ägarnas sätt att påverka utanför valberedningarna.....	18
4.3 Kulturskillnader och hemmamarknadsvurmen.....	20
5. Analys	22
5.1.1 Valberedningsdeltagande i termer av exit och voice	22
5.1.2 Förklaringar relaterade till agentteori	24
5.1.3 Förklaringsvärdet i institutionella omvärldstryck.....	26
6. Slutsats.....	27
7. Förslag på vidare studier.....	29
8. Källförteckning	30
APPENDIX	32

1. Inledning

Kapitlet inledning börjar med en utförlig bakgrund till det studerade ämnet, och följs sedan av syfte och problemdiskussion. Vidare redogörs för de avgränsningar som gjorts, ett antal centrala definitioner samt en disposition för resten av studien.

1.1 Bakgrund

Bolagsstyrning, vilket är den svenska översättningen av engelskans Corporate Governance, är ett ämne som diskuterats febrilt både inom och utanför Sverige de senaste årtiondena. Begreppet har ingen entydig definition, utan tillskrivs olika innebörder av olika aktörer. Det svenska bolagsstyrningskollegiet säger exempelvis att ”bolagsstyrning syftar till att säkerställa att bolag som inte leds av sina ägare drivs med ägarnas intresse för ögonen” (Kollegiet, 2010), medan Shleifer & Vishny (1997) definierar det i mer breda ekonomiska termer som ”sättet på vilket de som levererar finansiering till företaget försäkrar sig om att få en avkastning på sin investering”. OECD (2004) har en mer bred definition där bolagsstyrning ses som ”en uppsättning relationer mellan ett företags ledning, dess styrelse, aktieägare och andra intressenter”.

Grunden till dagens bolagsstyrning sägs ha sitt ursprung i USA där flertalet institutionella ägare, främst den kaliforniska pensionsfonden CalPERS, så tidigt som i slutet av 1980-talet började publicera policydokument rörande bolagsstyrningen i företag de investerade i som en reaktion på att bolagsstyrelser och företagsledningar ansågs vara alldeles för fokuserade på sitt eget, istället för aktieägarnas, bästa (Sevenius 2005, s. 40). För att få till mer omfattande debatt kring bolagsstyrning skulle det dock krävas ett antal allvarliga företagsskandaler. Detta inträffade först i början på 1990-talet i Storbritannien då den s.k. Cadburyrapporten la fram idén om en kod för bolagsstyrning för alla noterade bolag efter att ett antal stora brittiska företag kollapsat till följd av omfattande skandaler. Cadburyrapporten mynnade sedan efter ett antal efterföljande rapporter ut i en kod för bolagsstyrning, vars icke-tvingande ”följ eller förklara” upplägg hade en stark inverkan på utformningen av flertalet därefter följande bolagsstyrningskoder internationellt (Mallin 2007, s. 22-31). Ett liknande scenario inträffade sedan i USA i början på 2000-talet i samband med skandalerna kring Enron och Worldcom. USA valde däremot en annan modell än den brittiska Koden, nämligen tvingande lagstiftning i form av *the Sarbanes-Oxley Act*. Lagen hade även omfattande global påverkan, då den kom att gälla samtliga bolag som var noterade i USA oavsett hemvist (Mallin 2007, s. 37-39).

I kölvattnet av de amerikanska och inhemska företagsskandalerna (Skandia, Trustor) samt en internationell framväxt av olika former av bolagsstyrningsregleringar påbörjade även Sverige arbetet med en svensk kod för bolagsstyrning genom kodgruppen som verkade mellan 2003-2004 och vars slutprodukt – Koden – började gälla från den 1 januari 2005 för större noterade bolag (Sevenius 2007, s. 45-46). Koden ges ut och förvaltas av det svenska kollegiet för bolagsstyrning och följer Cadburyrapportens ”följ eller förklara” princip. Koden gäller sedan den 1 juli 2008 för samtliga noterade svenska bolag och den reviderades senast den 1 januari 2010. Den svenska bolagsstyrningsmodellen, med basis inte bara i Koden utan även till hög grad i den

svenska aktiebolagslagen (ABL) särskiljer sig något från övriga världen då Sverige bland annat har ett system med endast en styrelse, som främst består av ledamöter som är oberoende från företagsledningen, till skillnad från anglosaxiska länder där företagsledningen i större utsträckning finns representerad i styrelsen och centraleuropeiska länder som tenderar att ha bolagsstyrningssystem med dubbla styrelser (Lekvall et al. 2009 s. 369-371). Ett ytterligare inslag som tydligt särskiljer svensk bolagsstyrning är ett system med valberedningar, vilket är ett av årsstämman utsett organ som har till uppgift att nominera styrelseledamöter. Den vanligaste modellen i övriga länder är att det organ som har samma funktion, ofta kallad nomineringskommittén, fungerar som ett utskott direkt underställt styrelsen. Anledningen till att Sverige valt att lägga nomineringsförfarandet till styrelsen i händerna på årsmötet och aktieägarna istället för under styrelsens kontroll är till följd av att Sverige har ett strikt hierarkiskt bolagsstyrningssystem där styrelsen alltid skall vara underställd aktieägarna genom årsmötet (Lekvall 2008 s. 1).

Den svenska bolagsstyrningsmodellen är intimt förknippad med faktumet att svenska företag under lång tid har dominerats av ett flertal starka majoritets- eller kontrollägare, ofta i form av svenska familjer, som varit synnerligen aktivt inblandade i bolagsstyrningen av de företag de verkar i (Henrekson & Jakobsson 2008, s. 12-13). Ägarstrukturen i svenska noterade bolag har dock på senare år genomgått en stor omvälvning i samband med att utländska ägare gjort entré på de svenska börserna. Detta inleddes 1989 då de regleringar som tidigare förhindrade utländskt ägande reformerades, vilket resulterade i att det utländska aktieägandet ökade explosionsartat (Henrekson & Jakobson 2008, s. 52). Hur aktiva dessa nya ägare är i bolagsstyrningen av svenska noterade företag är dock mer oklart, vilket bland annat kan illustreras genom följande citat från kollegiet för svensk bolagsstyrnings årsrapport rörande utländska aktieägars deltagande i svenska valberedningar: "... utländska ägare svarar för omkring en tiondel av ledamöterna [i svenska valberedningar]. Det ... kan ställas i relation till att utländska intressen svarar för en dryg tredjedel av ägandet på Nasdaq OMX Stockholm, vilket visar att utländska ägare är kraftigt underrepresenterade i svenska valberedningar i förhållande till deras ägande i de svenska börsbolagen" (Kollegiet 2009, s. 27).

1.2 Problemdiskussion och syfte

Valberedningen utgörs i de flesta fall enligt praxis av styrelseordförande samt representanter för de största ägarna i bolaget. Det är tämligen vanligt förekommande att utländska ägare avstår sin plats i valberedningen och överlåter den till nästkommande svenska ägare, trots att denne har en lägre röstandel. Utländska ägare är därför klart underrepresenterade i svenska valberedningar i förhållande till röstinflytande.

Koden förespråkar aktivt ägarinflytande i svenska börsbolag och gör ingen skillnad på svenska och utländska ägare i denna ståndpunkt. Trots detta är utländska ägare som aktivt utövar sitt inflytande i ett valberedningsavseende till synes sällsynt och vi finner det därför intressant att studera fenomenet närmare.

*Vårt huvudsakliga syfte med studien är att undersöka fenomenet utländska ägares underrepresentation i svenska valberedningar för att ta reda på **varför** det ser ut på det här sättet samt diskutera vilka eventuella konsekvenser det kan få.*

1.3 Avgränsningar

Denna studie utgår ifrån de lagar som finns i Sverige gällande bolagsstyrning samt praxis i form av den svenska Koden för bolagsstyrning. Eftersom Koden är central för bolagsstyrningen i Sverige och dess målgrupp är svenska noterade aktiebolag har vi gjort en första avgränsning här: samtliga styrelse- och ägarrepresentanter vi intervjuat är aktiva i noterade bolag på stockholmsbörsen.

Vidare har vi valt att avgränsa vår studie till de tre högsta organen enligt den svenska bolagsstyrningsmodellen: aktieägare genom organet bolagsstämman samt styrelse- och valberedningsledamöter. Vi har medvetet lämnat den exekutiva delen med VD och ledning utanför studien då det finns anledning att tro att styrelsemedlemmar och valberedningsledamöter är mer väl insatta i både bolagsstyrningen i allmänhet samt Koden och dess innehåll i synnerhet eftersom det ligger inom deras ansvarsområde att se till att den följs och fungerar väl. Hade vi inkluderat samtliga organ hade vi förvisso fått en större bredd i studien, men med tanke på uppsatsens begränsade omfattning skulle det medföra en stor risk att materialet blev för spretigt för att möjliggöra en djupare analys.

För att vidare renodla studien har vi valt att specifikt fokusera på institutionellt ägande. Detta eftersom det utländska ägandet på svenska marknadsplatser helt domineras av denna ägartyp, samt att det oftast är dessa som väljer att inte medverka i svenska valberedningar.

1.4 Definitioner

- Huvudägare avser bolagets till röstandel dominerande ägare.
- Större ägare avser de fyra till fem största ägarna i ett enskilt bolag.
- Kodén avser svensk kod för bolagsstyrning gällande från 1 februari 2010.
- Oberoende styrelseledamot följer samma definition som i Kodén och innebär bl.a. att ledamot inte verkat som VD, varit anställd eller gjort affärer med bolaget de senaste åren (Kodén 2010, s. 17).
- IP, följt av ett nummer i noterna avser intervjuperson och nummer enligt tabell 1.
- Institutionella ägare avser juridiska personer som sysslar med kapitalplacering åt andra än dem själva, samt har ett lagstadgat krav på att göra detta i dennes bästa intresse (s.k. *fiduciary duty*) (Bengtsson 2005, s. 13).
- Insiderinformation avser information rörande bolaget som kan verka kurspåverkande och ej ännu offentliggjorts till marknaden. De personer som har tagit del av sådan information betecknas som insiders.

1.5 Disposition

Efter detta inledande avsnitt följer en redogörelse för val av studiemetod samt metodik där urval till intervjuer samt genomförande behandlas. Därefter följer ett teoriavsnitt som även tar upp tidigare forskning. Vidare följer empiriavsnittet, som sedan tolkas i analysen med det teoretiska ramverket som utgångspunkt. Resultatet av studien presenteras i slutsatsen, vilket efterföljs av specifika förslag på vidare studier.

2. Metod

I detta avsnitt presenterar vi inledningsvis val av vetenskaplig metod följt av tillvägagångssätt för kunskapsproduktion och studiens ansats. Vidare redogör vi för vilken empirisk metod vi använt, primär- och sekundärdata, urval samt tillvägagångssätt vid intervjuerna.

2.1 Val av studiemetod

Vi har i denna studie valt att använda oss av en kvalitativ referensram genom metoden kvalitativa intervjuer då vi strävat efter att skapa en helhetsbild av ett specifikt fenomen. Kvalitativa studier kategoriseras som holistiska i den bemärkelse att helheten verkar som utgångspunkt och inte dess enskilda delar (Olsson & Sörensen 2007, s. 63). Detta passar bra på vår studie då vår ambition varit att utifrån intervjupersonernas individuella skildringar av fenomenet kunna generalisera för att se mönster i empirin som leder fram till vetenskapliga sanningar. Den kvalitativa metoden är lämplig då den möjliggör en djupare förståelse av ett avgränsat problem som vi studerar (Andersen 1998, s. 31). Ytterligare en fördel med att använda denna typ av metod är att vi kunnat justera frågeställningen efter arbetets gång om vi funnit nya intressanta vinklar och problem utefter vägen.

Vårt syfte i denna uppsats är att ta reda på varför utländska ägare i svenska börsnoterade bolag är underrepresenterade i de svenska valberedningarna. Vi söker därför producera kunskap om ägarnas beteende i allmänhet samt vilka konsekvenser som kan bli en följd av detta. Det finns huvudsakligen två olika tillvägagångssätt för kunskapsproduktion, induktion och deduktion (Andersen 1998, s. 29). Vi har i denna uppsats använt oss av ett induktivt arbetssätt då vi utgått från ett fenomen i verkligheten, utländska ägares underrepresentation i valberedningar, för att sedan se vilka generella kunskaper och teorier som växer fram ur våra observationer (Trost 2002, s. 23). Då induktion används är det viktigt att ha i åtanke att endast ett fåtal personers åsikter bidrar till de generaliseringar och slutsatser som genereras av studien och det krävs därför upprepade studier för att komma fram till en faktisk teori (Andersen 1998, s. 30).

Vidare är vår studie av explorativ karaktär då det fenomen vi valt att studera genom vårt syfte inte tidigare har undersökts utförligt och den kunskap som finns om fenomenet är att betrakta som ringa. Den explorativa metoden passar därför bra eftersom den fungerar som en förstudie på området. Vår avsikt är därför att genom en djupgående studie av fenomenet lyfta fram tänkbara anledningar till varför utländska ägare är underrepresenterade samt vilka eventuella konsekvenser det kan leda till. På så sätt kan vi formulera slutsatser och antaganden som kan bli grund för vidare studier av fenomenet.

2.2 Metodik

De intervjuer vi gjort med personer med olika befattningar och bakgrund utgör våra primärkällor för studien i enlighet med den explorativa ansatsen och den kvalitativa metoden. För att komplettera empirin ytterligare har vi även tagit del av en stor mängd sekundärkällor i form av böcker, artiklar, rapporter, working papers, policys samt avhandlingar och information från hemsidor. De flesta av de institutionella ägarna som vi varit i kontakt med har haft detaljerade policys och riktlinjer för sina investeringsprinciper och bolagsstyrningsarbete. Intervjuerna har sedan använts för att få en djupare förståelse för vilka uppfattningar och åsikter som finns bland de berörda parterna.

2.2.1 Urval vid intervjuer

Då studien är av explorativ karaktär har vi baserat vårt urval av intervjupersoner genom strategiska val. Detta innebär att vi har valt ut personer med olika befattning och yrkesprofil beroende på om vi trott att de kan tillföra relevanta kunskaper till studien. Vi har även med avsikt valt personer som vi tror har olika syn på fenomenet för att få in fler perspektiv av kunskapen och på så sätt bidra till en så omfattande helhetsbild som möjligt.

Då studien behandlar de utländska ägarnas roll och underrepresentation i valberedningar i svenska *noterade bolag* har vi sett till att täcka in bolag av varierande storlek och därför intervjuat styrelsemedlemmar som representerar ett noterat bolag på vardera av stockholmsbörsens small- mid- respektive large cap-lista. Samtliga bolag hade en eller flera utländska storägare vid studiens inledning. Två av intervjupersonerna är styrelseordförande och därmed också sammankallande medlemmar av valberedningen, de representerar small- respektive mid cap-bolagen. Representanten för large cap-bolaget är styrelseledamot. Samtliga intervjupersoner ur gruppen styrelse- och valberedningsmedlemmar har stor erfarenhet och har varit verksamma länge inom svenskt näringsliv. Alla har även erfarenhet av att ha verkat i styrelser och valberedningar som bestått av enbart svenskar och även styrelser och valberedningar som bestått av både utländska och svenska representanter. Vidare har vi säkerställt att minst en av intervjupersonerna sitter med i en valberedning där en eller flera utländska storägare är representerade och som kontrast minst en intervjuperson som sitter med i en valberedning där en utländsk storägare inte är representerad i valberedningen. För att få in ytterligare ett perspektiv har vi även intervjuat en *före detta* utländsk storägare till ett av de berörda svenska börsbolagen, denna ägare sålde nämligen helt oförutsett hela sitt innehav i det svenska bolaget under studiens lopp. Slutligen har vi gjort en intervju med en representant från bolagsstyrningskollegiet för att få en fördjupad bild av hur bolagsstyrningskollegiet ser på detta fenomen och hur det regleras i Koden.

Vi har utfört totalt sju intervjuer och en förteckning över samtliga intervjupersoner och deras befattningar redovisas i tabell 1 nedan:

Person	Huvudsaklig befattning relevant för studien	Ytterligare/tidigare befattningar
IP1	Svensk institutionell ägarrepresentant	Valberednings- och styrelseledamot
IP2	Svensk institutionell ägarrepresentant	Valberednings- och styrelseledamot
IP3	Utländsk institutionell ägarrepresentant	
IP4	Styrelseledamot, Large Cap-bolag	Valberednings- och styrelseledamot
IP5	Styrelseordförande, Small Cap-bolag	Valberednings- och styrelseledamot
IP6	Styrelseordförande, Mid Cap-bolag	Valberednings- och styrelseledamot
IP7	Representant bolagsstyrningskollegiet	

Tabell 1

2.2.2 Tillvägagångssätt vid intervjuer

Innan vi startade med intervjuerna gjorde vi grundlig efterforskning för att formulera ett tydligt problemområde: varför utländska ägare är underrepresenterade i svenska börsbolags valberedningar. Därefter testade vi frågeställningen på sakkunniga personer för att få synpunkter och på så sätt undvika oförutsedda problem vid själva intervjutillfällena. Genom att klargöra syfte och frågeställning före studiens början blir intervjuresultaten också bättre (Olsson & Sörensen 2007 s. 81).

Samtliga intervjuer spelades in med diktafon och transkriberades efteråt för att inte gå miste om värdefulla synpunkter samt för att underlätta den vidare analysen av materialet. Intervjupersonerna informerades i förväg om att studien var helt anonym, för att uppmuntra till en öppen dialog.

Intervjuerna utfördes på intervjupersonens kontor eller på en offentlig plats, vilket inte sågs som ett hinder i detta fall då ämnet inte är att betrakta som känsligt att diskutera i en offentlig miljö. Vidare använde vi oss av öppna intervjuer för att få insikt i intervjupersonernas personliga tankar kring fenomenet för att på så vis lämna öppet för oförutsedda intressanta observationer.

Ett problem som kan uppstå vid intervju av högt uppsatta personer är deras vana att föra ledande samtal och fokusera på ämnen och problem som de själva brinner för (Andersen 1998, s. 175). Detta var något vi hade i åtanke under intervjuerna för att se till att vi höll oss inom ramarna för den formulerade frågeställningen och undvek i den mån det var möjligt att ägna för mycket tid åt information som låg utanför studiens syfte och problemområde.

I samtliga intervjuer utgick vi från några relativt öppna huvudfrågor (Se Appendix, 2) för att hålla en röd tråd i empirin. Trots detta är tillvägagångssättet att betrakta som lågt standardiserat då intervjuerna anpassades för varje enskild intervjupersons huvudsakliga område (befattning). Vidare var även strukturen på intervjuerna låg då detta möjliggör en kvalitativ analys av intervjuvaren. Båda dessa utföranden är typiska för, och i linje med den explorativa karaktären hos studien.

3. Teoretiskt ramverk och tidigare studier

I detta avsnitt redogör vi för de teorier vi använt oss av i studien. Inledningsvis beskrivs agentteori följt av teorin om exit, voice och loyalty. Därefter följer ett avsnitt om tidigare studier.

3.1.1 Agentteori

Grunderna till Agentteori och den moderna forskningen om bolagsstyrning lades av Berle & Means (1932) som med bakgrund av en ägarstruktur som allt mer byggde på passiva aktieägare vilka inte var direkt inblandade i förvaltningen och översynen av företagen i vilka de ägde aktier diskuterade konsekvenserna av denna nyligen uppkomna uppdelning mellan *ägande* och *kontroll*, vilken de menade hade förskjutit makten från ägarna till ledningen av företaget (Clarke 2004, s. 3). Denna nyligen uppkomna uppdelning och maktförskjutning påpekade de, öppnade för ett beteende hos företagsledningen som maximerade deras egen nytta på bekostnad av aktieägarna och behövde således hanteras (Bengtsson 2005, s. 55).

Jensen & Meckling (1976) bearbetade de problem som Berle & Means (1932) hade introducerat genom att beskriva relationen mellan aktieägare och företagsledning som en relation där en nyttomaximerande aktör – *principalen* - delegerar ett visst beslutsansvar till en annan – *agenten* – genom ett kontrakt. Med hänvisning till att båda aktörer är nyttomaximerande (jmf. *homo economicus*) påpekar de att det är fullt naturligt för agenten att ibland fatta beslut som gynnar sina egna intressen framför principalens. Det föreslås därför att den sistnämnda skall implementera olika former av incitaments- och kontrollsystem för att likrikta aktörernas intressen. Dessa system är dock inte gratis, utan leder till så kallade *agentkostnader* bestående av kostnader för övervakning (exempelvis revision) samt samordning (exempelvis optionsprogram). I agentkostnaderna inkluderas även den residualkostnad i form av en välfärdsförlust som uppstår för principalen eftersom det anses vara ytterst svårt att helt och hållet sammanfoga principalen och agentens intressen, incitaments- och kontrollsystem till trots (Jensen & Meckling 1976, s. 308-310).

Vid upprättandet av en principal-agentrelation föreligger det risker både efter och före kontraktsbildningen, varav den förstnämnda benämns oaksamhetsrisk (*moral hazard*) och den senare selektionsrisk (*adverse selection*). Oaksamhetsrisken berör det centrala problemet vad gäller separationen av ägande och kontroll, nämligen att agenten kontrollerar en resurs som tillhör principalen och inte agenten själv, samt att principalen saknar direkt insyn i hur agenten använder denna resurs och således måste övervaka agenten och skapa incitament för denne att agera i principalens intresse. Resurserna som läggs ned på detta är vad Jensen & Meckling (1976) refererar till som kostnaderna för övervakning och samordning. Selektionsrisk handlar om risken som finns vid urvalet av agenter, och bygger på faktumet att det finns fler än en agent för principalen att välja emellan när ett kontrakt skall upprättas samt att dessa olika agenter skiljer sig sinsemellan - med avseende på saker som inställning till risk, skicklighet och erfarenhet (Sevenius 2007, s. 81-83).

Agentteori har kritiserats av ett flertal anledningar. Bland annat har antagandet om att det nytto-maximerande och således enda intresset för aktieägaren eller principalen är att maximera värdet på sin investering, vilket varit mycket omdebatterat under senare år, då det hävdats att andra intressenter såsom kunder och anställda ignoreras i samband med detta. I linje med det har alternativa teorier såsom stakeholder theory populäriserats.. Vidare har kritik riktats mot de incitaments- och kontrollsystem teorin förespråkar, då dessa ofta lett till att företagsledare eller agenter ofta varit mer intresserade av att manipulera dessa system på kort sikt än att driva företaget i aktieägarnas intresse (Clarke 2004, s. 19-20).

3.1.2 Exit, voice och loyalty

Exit, voice och loyalty (EVL) teorin (Hirschman, 1970) som kan ses som ett komplement till agentteori är en förklaringsmodell för hur intressenter på olika sätt kan reagera på en uppfattad försämring i prestationen hos en annan aktör, både olika former av organisationer men även nationalstater, med vilken intressenten har någon form av relation. Teorin är i sin ursprungsform väldigt generell, men har i samband med forskning kring bolagsstyrning kommit att appliceras i stor utsträckning på interaktionen mellan ett företags aktieägare och styrelse (Gillian & Starcks 2003, s. 4). EVL stakar i detta sammanhang ut tre olika typer av beteenden en aktieägare kan använda för att uttrycka sig gentemot ett företags styrelse, vid exempelvis en avtagande avkastning:

- Exit, vilket innebär att aktieägaren vädrar sitt missnöje genom att sälja av hela eller delar av sitt innehav i företaget.
- Voice, vilket innebär att aktieägaren behåller sitt innehav och istället på olika sätt vädrar sitt missnöje och försöker påverka företagets styrning.
- Loyalty, vilket innebär att aktieägaren förblir passiv och inte handlar alls.

Exitbeteende är mer intuitivt bland de två aktiva beteendena då det inte inrymmer något annat handlingsalternativ än att sälja aktieposter. Voice kan som kontrast medföra flera olika typer av handlingar från aktieägarens sida gentemot det berörda företaget. Aktieägaren kan exempelvis engagera sig i företaget genom att ta en plats i valberedningen och på så sätt försöka påverka utformningen av styrelsen, upprätta intensiva informella kontakter med styrelsen och på så sätt försöka påverka beslutsfattandet i företaget, engagera sig på bolagsstämman genom att lägga fram egna förslag och/eller rösta emot styrelsens förslag på densamma. Båda alternativen är förknippade med en tydlig kostnad; voice då det krävs resurser i form av tid och pengar för en extern aktör att engagera sig i styrningen av ett företag och exit för att försäljningen av stora aktieposter, t.ex. för en större institutionell aktör, tenderar att ske till rabatt och/eller pressa ned aktiepriset och således värdet på det kvarvarande innehavet (Parthiban & Kochhar 1998, s. 459, Bengtsson 2005, s. 212-213).

Varför en aktör väljer ett av de olika handlingsalternativen i en given situation är svårt att uttala sig om på ett generellt plan, men i en vidareutveckling av EVL-teorin har det av Nooteboom (1999) hävdats att exit av olika anledningar är ett mer anglosaxiskt och marknadsbetonat sätt att agera, medan centraleuropeiska och japanska ekonomiska system som bygger på starkare relationer mellan aktörer mer främjar ett voicebeteende (Nooteboom 1999, s. 846-849).

3.2 Tidigare studier

3.2.1 Bengtsson (2005)

I en doktorsavhandling betitlad *Shareholder activism of Swedish institutional investors* studerar Bengtsson (2005) vilka olika förhållningssätt som finns hos 23 stycken svenska institutionella ägare vad gäller relationerna med och bolagsstyrningen av deras portfölj företag. Bengtsson använder uttrycket *shareholder activism*, eller aktieägaraktivism, vilket kan anses vara analogt med vad Hirschman (1970) betecknar som voicebeteende (Bengtsson 2005, s. 69). Avhandlingen diskuterar utförligt bristerna med de ekonomiska teorierna kring bolagsstyrning (exempelvis agentteori) och resonerar kring hur olika sociologiska teorier rörande bland annat hur samhälleliga och institutionella omvärldstryck kan förklara svenska institutionella ägares beteenden i samband med aktieägaraktivism (Bengtsson 2005, s. 64-110).

Avhandlingen berör specifikt valberedningar och hur de svenska institutionella ägarna förhåller sig till dem. Av de 23 studerade institutionella ägarna finner Bengtsson att knappt hälften finns representerade i valberedningarna hos sina portföljbolag (Bengtsson 2005, s. 148-151). Avhandlingen framhåller att de institutionella ägarna förvisso blir avskräckta av de tydliga direkta kostnader samt alternativkostnader som är förknippade med ett deltagande i en valberedning, samt problematiken som finns vad gäller risken att hamna i insiderposition vid ett eventuellt valberedningsdeltagande, då en insiderposition resulterar i en inlåsningseffekt och omöjliggör exit ur det berörda bolaget. Det framhålls vidare att dessa kostnader dock kan uppvägas av att det faktiskt leder till en viss behållning att vara med i valberedningsprocessen. Något förvånande är inte dessa ekonomiska överväganden avgörande i beslutet att ta plats i valberedningen för de studerade svenska institutionella ägarna, utan de hänvisar istället till vikten av praxis, som säger att de fyra till fem största ägarna skall ta plats i valberedningen. Deltagande i valberedningar framhålls alltså i avhandlingen som resultatet av ett institutionellt omvärldstryck som stipulerar att de fyra till fem största ägarna skall ta plats i valberedningen, oavsett de ekonomiska konsekvenserna, vilket ligger i linje med tesen om att de ekonomiska teorierna är otillräckliga vad gäller att förklara olika sorters aktieägaraktivism (Bengtsson 2005, s. 202-203).

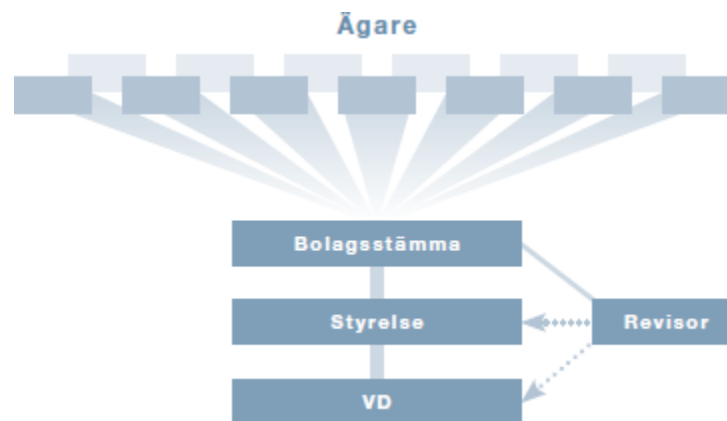
Då fokus i vår studie ligger på utländska institutionella ägare blir det i avhandlingen ovan diskuterade beteendet hos de svenska institutionella ägarna synnerligen intressant då det väcker frågor såsom huruvida utländska institutionella ägares underrepresentation eventuellt är relaterat till att de tänker i mer ekonomiskt rationella termer och/eller om bristen på ett institutionellt omvärldstryck, då de befinner sig i en annan institutionell omvärld, kan vara en plausibel förklaring till underrepresentationen.

4. Empiri

Detta avsnitt inleds med en introduktion till fenomenet valberedningar och den svenska bolagsstyrningsmodellen. Vi går sedan igenom olika aspekter rörande fenomenet valberedningar: svenska respektive utländska ägares syn, olika ekonomiska aspekter, risken att bli insider samt alternativa sätt för ägarna att påverka utanför valberedningarna. Avslutningsvis behandlas kulturella skillnader och begreppet hemmamarknadsvurm.

4.1 Valberedningar och den svenska bolagsstyrningsmodellen

Bolagsstyrningen i Sverige regleras av både lagar och praxis där Koden går under den senare benämningen. Självreglering är att betrakta som väl etablerat och välfungerande i det svenska näringslivet, varför tillämpningen av en kod för bolagsstyrning också anses effektiv för att sprida ett gott affärsklimat på den svenska aktiemarknaden (Lekvall et al., 2009, s. 369). Strukturen för beslutsorganen i samtliga börsbolag regleras i aktiebolagslagen och består huvudsakligen av fyra organ i strikt hierarkisk beslutsordning enligt figur 1 nedan. Ägarna har överordnad beslutsmyndighet och möjlighet att ventilera sin åsikt genom bolagsstämman under vilken styrelsen lyder medan styrelsen i sin tur ser till att VD styr bolaget i linje med aktieägarnas intresse. Därutöver tillkommer revisorerna som utgör ett oberoende och granskande kontrollorgan.



Figur 1

Koden kompletterar och ställer i viss mån även högre krav på befintlig lagstiftning bl.a. genom att i detalj behandla vilka funktioner de olika organen skall fylla, samt stipulera att samtliga noterade bolag skall ha en valberedning. Valberedningen är ett fristående organ som utses av bolagsstämman och har till uppgift att säkerställa en strukturerad, ägarstyrd process för val samt arvodering av styrelse och revisor. Detta syfte föreskrivs ordagrant i Koden: "Valberedningen är bolagsstämmans organ med enda uppgift att bereda stämmans beslut i val- och arvodesfrågor...". Det finns även direktiv om valberedningens sammansättning som anger att majoriteten av valberedningens ledamöter skall vara oberoende i förhållande till bolagsledningen samt att minst en av ledamöterna också skall vara oberoende i förhållande till den största aktieägaren, det sistnämnda för att skydda minoritetens intressen (Koden 2010, s. 14).

Den för Sverige typiska koncentrationen av majoritets- och kontrollägare i kombination med den strikta hierarkiska fördelningen av beslutsmyndighet mellan de fyra huvudsakliga organen i bolagsstyrningsmodellen kan ses som bidragande orsaker till framväxten av valberedningar per den svenska modellen. Att det förstnämnda anses önskvärt stipuleras även i Kodens under rubriken ägarrollen: ”Det finns i det svenska samhället en positiv syn på att större aktieägare tar ett särskilt ansvar för bolagen genom att aktivt delta i förvaltningen av bolagen” (Koden 2010, s. 9). I vår intervju med en representant från bolagsstyrningskollegiet påpekar denne att ett effektivt sätt för dessa ägare att utöva ägarinflytande är att sitta med i just valberedningen. Det framgår även av intervjun att Koden inte specifikt säger vilka ägare som skall finnas representerade i valberedningen, men att en icke-kodifierad praxis med tiden har vuxit fram där de fyra till fem största aktieägarna i princip alltid är de som tillfrågas då medlemmarna i en valberedning skall utses¹.

Sedan Koden reviderades 2008 föreskrivs det att valberedningen även bör presentera och redogöra för sitt val av styrelseledamöter på bolagets stämma (Koden 2010, s. 15). Denna nya tillämpning anses av bolagsstyrningskollegiet öka transparensen och bidra till ett mer systematiskt sökande av lämpliga kandidater till styrelserna, vilket representanten menar har bidragit till att popularisera den svenska valberedningsmodellen internationellt². Att den svenska valberedningsmodellen blivit uppmärksammas i positiv dager utomlands framgår även av den brittiska organisationen Tomorrow’s Company, som i en rapport pekar på att den påstås ge ett ökat förtroende för styrelserna då de är tillsatta av ägarna, istället för den nuvarande styrelsen som i de flesta andra länder (Goyder & Zimmerman, 2010).

4.1.1 Bristande kunskap om den svenska modellen hos utländska ägare

Från våra intervjuer framkom en tydlig uppfattning bland de svenska intervjupersonerna att de tyckte utländska institutionella ägare som verkar på den svenska marknaden saknar kunskap om den svenska bolagsstyrningsmodellen i allmänhet och valberedningens syfte i synnerhet. En trolig anledning till detta ansågs vara att utländska institutionella ägare var främmande för regleringar, praxis och förhållanden i svenskt näringsliv³. Vidare påpekade även en av de intervjuade att de utländska ägarnas intresse i att öka förståelsen för det svenska systemet generellt var ganska lågt, vilket sågs som särskilt bekymmersamt:

”Det kan bli jobbiga valberedningar med utländska ägare som saknar förståelse för det svenska systemet. Utländska storägare vill gärna styra med hela armen och bestämma styrelse men de inser inte att de måste gå via bolagsstämman” IP 6

Den befarade bristen på kunskap hos de utländska aktörerna rörande valberedningens syfte och konstruktion bekräftades även av den utländska institutionella ägaren vi intervjuade, då denne inte föreföll vara införstådd med valberedningar av svenskt snitt utan istället antog att det var samma modell som i de anglosaxiska

¹ IP 6,7

² IP7

³ IP 1,2,6

länderna, där nya styrelseledamöter nomineras av ett styrelseutskott⁴. Två av de intervjuade upplevde att en del av de utländska ägarna, i brist på kunskap rörande den svenska valberedningsmodellen, tidigare försökt använda valberedningarna som ett forum för ägarna att diskutera mer strategiska och operativa frågor rörande bolaget och således förvandla det till en form av ägarforum, något som inte ligger inom valberedningens ansvarsområde. Detta sades dock ha tagits upp till debatt och ha lett till att Koden senare förtydligats på denna punkt⁵.

4.2 Valberedningarna och inflytandet

Det utländska ägandet på stockholmsbörsen är som tidigare nämnt utbrett och uppgår idag till en dryg tredjedel av det totala ägandet på börsen och av detta utländska ägande härrör knappt hälften till amerikanska och brittiska ägarintressen (Appendix 3). Tabell 2 nedan visar fördelningen av ägarrepresentationen i valberedningar i ett antal olika kategorier. Posten *övriga* utgör en relativt stor grupp (26%) och kollegiet skriver i sin årsrapport att ”det finns anledning att tro att en betydande andel av denna kategori kan ses som representanter för svenska, sannolikt ofta större, privata ägare”. Således svarar cirka två tredjedelar av den totala ägarrepresentationen i svenska valberedningar för ett svenskt ägarintresse och ungefär en tiondel för ett utländskt (Kollegiet 2009, s. 27).

Tabell 5. Ägarrepresentation i valberedningar

	2009	Andel (%)	2008	Andel (%)	2007	Andel (%)
Representant för svensk ägare	379	39%	342	76%	261	61%
Representant för utländsk ägare	89	9%	42	9%	48	11%
Styrelseledamöter	254	26%	66	15%	105	25%
Övriga	249	26%	2	0%	11	3%
Summa	971	100%	452	100%	425	100%

Källa: kollegiets årsrapport 2009

Tabell 2

4.2.1 Ägarförhållanden i enskilda bolag

En vanlig förklaring som uppgavs till utländska aktörers underrepresentation, bland annat från bolagsstyrningskollegiet själva, var att de utländska institutionella ägarna sällan stod för en betydande ägarandel i berörda bolag och således inte tillhörde de fyra till fem största ägarna som vanligtvis tar plats i valberedningen⁶. I de egna efterforskningar vi gjorde rörande ägarförhållanden och valberedningsrepresentation på Stockholmsbörsens large cap-lista fann vi dock ett flertal exempel där utländska institutionella ägare var bland de fyra till fem största ägarna men ändå inte satt representerade. I samtliga dessa fall var istället en svensk institutionell ägare med ett mindre innehav än den utländska ägaren i respektive bolag representerad i valberedningen (se Appendix 1).

⁴ IP 3

⁵ IP 6,7

⁶ IP 4,7

4.2.2 Ekonomiska aspekter av ett valberedningsdeltagande

Att institutionella ägare har till främsta uppgift att skapa maximal avkastning på sina innehav till förmån för de vars kapital de förvaltar är något som står i de flesta svenska institutionella ägares egna policydokument (Robur, 2005, Alecta, 2009, Skandia, 2005). Detta var även något som framhölls mycket noggrant av en av de svenska institutionella ägarrepresentanterna vi intervjuade⁷. Med bakgrund av det ansågs således att ett eventuellt deltagande i en valberedning var något som endast skulle övervägas om det kunde motiveras med hänsyn till detta krav, alltså att kostnaderna som är förknippade med ett deltagande skulle kunna motiveras av en ökad behållning:

”Vi är väldigt affärsdrivna, intjäningsperspektivet genomsyrar allt. Arbetet i de valberedningar vi deltar i syftar till att se till att tillsätta en styrelse som kan maximera värdet i bolaget ... Vi är ingen politisk organisation” IP1

Den andra svenska institutionella ägarrepresentanten vi intervjuade var av en annan åsikt och ansåg att valberedningsdeltagande inte var rimligt ur en ekonomisk synpunkt:

”Ser man sitt innehav i ett bolag som en finansiell placering är man nog inte aktiv i valberedningar. Det finns ingen finansiell utdelning av att delta i en valberedning, det är enbart ett tillfälle att påverka” IP 2

Även representanten för bolagsstyrningskollegiet framhöll att det var ”ekonomiskt opraktiskt” att delta i en valberedning⁸. Detta resonemang var något som gick igen rörande utländska institutionella ägare hos representanten för small cap-bolaget vi studerade, som framhöll att deras utländska institutionella ägare saknade intresse för bolagsstyrningen och således valberedningsarbetet, då innehavet i deras bolag var en strikt finansiell placering efter en matematisk mix⁹.

I mid cap-bolaget påtalade styrelseordföranden att de utländska ägarna hade kontaktats om att ställa upp i valberedningen, men tackat nej. Det framhölls istället som att de utländska ägarna hade en tendens till att ”rösta med fötterna”, dvs. att sälja av sitt innehav när de var missnöjda med bolaget¹⁰. Detta var även något som inträffade efter vår intervju med styrelseordföranden, då den största utländska institutionella ägaren sålde av hela sitt innehav efter att bolaget hade stött på vissa operationella problem. Under vår intervju med den före detta utländska institutionella ägaren i bolaget motiverades detta beslut i strikt ekonomiska termer. Det framhölls att de inte ansåg att bolagets operativa ledning eller styrelse kunde påverkat utvecklingen nämnvärt, utan att deras beslut om att avyttra sina andelar enbart handlade om bolagets underliggande tillgångar och

⁷ IP 1

⁸ IP 7

⁹ IP 5

¹⁰ IP 6,7

möjlighet att generera framtida avkastning¹¹. På ett mer generellt plan så exemplifierades denna typ av beteende av flera intervjupersoner med IT-bubblan på 2000-talets början, där det utländska ägandet mycket snabbt gick från att vara rekordhøgt till betydligt lägre nivåer¹².

4.2.3 Insiderproblematiken

Valberedningens syfte och arbetsuppgifter är klart avgränsade i Koderna till att lägga fram förslag på lämpliga kandidater till styrelsens ordförande, ledamöter och revisorer samt att föreslå lämpligt arvode till dessa. Arbetet i valberedningen ska därför inte innefatta några strategiska frågor rörande bolagets verksamhet och framtid utan det är ett uppdrag för styrelsen (Koden 2010, s. 14-15). Den typiska valberedningen utgörs av styrelsens ordförande samt 2-4 andra styrelseledamöter och år 2009 hade 84 % av samtliga kodbolag minst en styrelseledamot (inkl. ordf.) i valberedningen. De valberedningsrepresentanter som även medverkar i styrelsen besitter av förklarliga skäl mer information rörande bolaget än övriga av styrelsen oberoende valberedningsledamöter (Kollegiet 2009, s. 26).

En av de intervjuade beskrev att styrelseordförande ofta inleder valberedningens sammanträde med att tillfråga valberedningen om de kan tänka sig att ta del av sådan information rörande bolaget som medför att de blir insiders under en period, s.k. insiderinformation¹³. Vidare beskrevs det som att varje enskild valberedningsledamot därefter får ta ställning utifrån sin situation huruvida detta är acceptabelt eller ej och att det efteråt är upp till styrelserepresentanten i valberedningen (vanligtvis styrelseordföranden) att reglera vilken information som faktiskt behandlas under valberedningsmötet med hänsyn till detta¹⁴. Det förekommer dock situationer där valberedningen utan förvarning försätts i insiderposition. Ett exempel från en av de intervjuade är då valberedningen får reda på att en styrelseordförande eller en ledamot inte ställer upp till omval innan denna information offentliggjorts till marknaden¹⁵. Flera intervjupersoner menade vidare att om en valberedning ska kunna göra ett riktigt bra arbete krävs god kännedom om bolaget - ju mer information en valberedning kan ta del av rörande bolagets framtida strategi och utvecklingsplaner desto mer passande kandidater kan valberedningen lyfta fram för att matcha företagets kommande utmaningar. De menade därmed att en valberedning bestående av insiders därför sannolikt gör ett bättre jobb¹⁶.

Flera av intervjupersonerna menade att institutionella ägare, i kontrast mot övriga ägare, i allmänhet är mer restriktiva med att ta del av information som försätter dem i en insiderposition då de vill ha möjlighet att kunna sälja av sitt innehav utan varsel om det visar sig nödvändigt¹⁷. Bland de institutionella ägarna påpekades det även att de utländska var ännu mer restriktiva med att ta del av insiderinformation, relativt de svenska, det

¹¹ IP 3

¹² IP 7

¹³ IP 5

¹⁴ IP 5,6

¹⁵ IP 6

¹⁶ IP 2,5,6

¹⁷ IP 5,6,7

tycks således ha lägre tolerans vad gäller att försätta sig i en insiderposition¹⁸, något som även styrktes av den utländska institutionella ägaren som uppgav risken att bli insider som en av huvudorsakerna till att de undvek att blanda sig i styrelsens och ledningens arbete i någon större utsträckning¹⁹. De intervjuade uppgav flera tänkbara anledningar till att rädslan att bli insider är större bland utländska ägare; de saknar kännedom om den svenska modellen i allmänhet och valberedningens roll i synnerhet och de har således inte samma känsla för nyanser gällande insidersituationen, speciellt amerikaner som är vana vid ett affärsklimat där de legala aspekterna är striktare. Svenska institutionella ägare bedöms också mer långsiktiga i sina svenska innehav än de utländska institutionerna, varför de antas vara mindre oroliga för att bli insiders²⁰. Dessutom nämns en emotionell aspekt av en intervjuperson som menar att det i allmänhet känns lättare att vända sig till en svensk institution med en förfrågan att försätta dem i en insiderposition, eftersom en nära relation oftast redan är etablerad²¹.

4.2.4 Ägarnas sätt att påverka utanför valberedningarna

Valberedningarna är endast en av många möjligheter för de större ägarna att utöva sitt inflytande i de bolag där de har innehav. Under våra intervjuer framhölls framförallt två ytterligare sätt på vilka ägarna ofta ventilerar sina åsikter till styrelse och ledning i bolagen istället för eller som komplement till att medverka i valberedningens arbete. Till att börja med påpekades det att de större institutionella ägarna, både svenska och utländska, ofta har en möjlighet att föra en informell dialog med ledningen, då deras storlek medför att de har direktaccess till densamme²². Det hävdades vidare av både styrelse- och ägarrepresentanter att de större ägarna i och med detta fick möjlighet att komma med synpunkter rörande bolagets tillstånd och utveckling²³.

Ägarna kan också påverka bolagen genom att rösta på bolagsstämman, något den utländska institutionella ägarrepresentanten framhöll att de brukade göra exempelvis om de ansåg att styrelsens föreslagna optionsprogram för bolagsledningen var för utspädande²⁴. En av de svenska institutionella ägarrepresentanterna menade att internationella bolagsstyrningsnätverk pratat mycket om att de institutionella ägarna måste ”bära den mantel som fallit av de andra ägarna” och börja bli mer aktiva på bl.a. bolagsstämmor, i och med att ägandet blivit mer spritt i kombination med att det institutionella ägandet vuxit mycket de senaste åren²⁵.

¹⁸ IP 1,2,7

¹⁹ IP 3

²⁰ IP 1,2,7

²¹ IP 5

²² IP 5

²³ IP 1,5

²⁴ IP 3

²⁵ IP 1

Styrelseordföranden för small cap-bolaget påpekade att de utländska institutionella ägarna var viktiga spelare på bolagsstämorna, men beklagade samtidigt att det ibland blev missriktat till följd av det utbredda användandet av röstombud och s.k. ägarrådgivare²⁶. En ägarrådgivare är en organisation, exempelvis ISS (International Shareholder Services) eller NIS (Nordic Investor Services) som förmedlar en rådgivande tjänst till en institutionell ägare om hur de bör rösta på bolagsstämmor, ofta baserat på deras egna framtagna riktlinjer, medan ett röstombud avser en person, ofta en advokat, som utför själva röstandet på bolagsstämman å någon annans vägnar. Ägarrådgivare kombinerar ofta dessa roller, då de ofta bistår med att även förmedla ett röstombud åt sina kunder (Verdam 2006). På den svenska marknaden är det främst utländska institutionella ägare som använder sig av dessa typer av tjänster.

I fallet med small cap-bolaget hade de fått se sitt optionsprogram nedröstat för att det löpte över 2.7 år, istället för de 3 år som ägarrådgivaren ISS regelverk stipulerar, vilket var anledningen att det såg detta förfarande som delvis problematiskt²⁷. (ISS 2009). Styrelseordföranden i mid cap-bolaget påpekade att även han haft erfarenhet av detta, då ombuden oftast enbart har mandat att rösta ja eller nej till ett förslag efter ett antal fördefinierade kriterier²⁸. Detta kan ställas i kontrast mot bolagsstyrningskollegiets representant som påpekar att bolagsstämman skall vara ”ett levande forum”²⁹. Den ena svenska institutionella ägarrepresentanten menar att det internationella trycket på institutionella ägare att blir mer aktiva som diskuterades tidigare har gjort detta mer vanligt förekommande och påpekar att utländska institutionella ägare ibland röstar bara för röstandets skull. Detta i kombination med en bristande kunskap om det svenska bolagsstyrningssystemet, menar representanten, leder till att de ”ibland röstar igenom stolliga beslut”³⁰. En annan förklaring till att fenomenet blivit mer utbrett som framhållits är att stora institutionella ägare ofta har så pass många innehav att det blir nära omöjligt att sätta sig in i alla förslag som behandlas under en bolagsstämmosäsong, och att detta är en grundläggande anledning till varför ägarrådgivare och röstombud populärasterats. (Verdam 2006).

²⁶ IP 5

²⁷ IP 5

²⁸ IP 6

²⁹ IP 7

³⁰ IP 1

4.3 Kulturskillnader och hemmamarknadsvurmen

Att aktiehandeln i dag är att betrakta som global är något som påpekas av de intervjuade och exemplifierar detta med övergången till IFRS, de gemensamma internationella redovisningsreglerna som gäller sedan 2005 (Finansinspektionen 2006)³¹. Våra intervjupersoner påpekar dock vidare att Sverige är en väldigt liten marknad vilket medfört att det skapats en sammanhållning i näringslivet med starka band bland de etablerade aktörerna, och begreppet ”den svenska ankdammen” var en återkommande fras under intervjuerna³². Trots detta framhöll våra svenska intervjupersoner uppfattningen att de ansåg att utländska ägare som visar intresse att engagera sig aktivt i svenska börsbolag var välkomna att göra det, om de har något att tillföra³³.

”... svenskarnas allmänna inställning är att vi gärna välkomnar utlänningar i den mån kompetensen är nödvändig...” citat IP 4

Detta styrks i en artikel i Financial Times (Milne 2010) där Investors styrelseordförande, Jacob Wallenberg, säger att de ser sina bolag som globala snarare än inhemska och inte är rädda för att involvera utländska ägare. Ett exempel där kompetensen inte ansågs nödvändig framhölls av flera intervjupersoner som de fall där det handlar om ett bolag med sin huvudsakliga verksamhet i Sverige, där de påpekade att det inte fanns någon poäng med utländska ägarrepresentanter i valberedningen hos dessa bolag eftersom de svenska valberedningsmedlemmarna sannolikt hade bättre kännedom om marknaden samt ett bredare kontaktnät i det svenska näringslivet.³⁴ Vidare uttryckte styrelseordföranden i det studerade mid cap-bolaget det som att många av de svenska institutionella ägarrepresentanterna är ”institutionaliserade tjänstemän som tycker att det blir jobbigt med kunskaps- och kulturskillnader till följd av utländska ägarrepresentanters närvaro”, vilket kan medföra att den utländska underrepresentationen i svenska valberedningar inte anses viktig att uppmärksamma eller åtgärdas i någon större utsträckning³⁵.

Det framhölls av både bolagsstyrringskollegiet och en av de svenska institutionella ägarna att bland annat en större kunskap om den inhemska marknaden ledde till en tendens hos institutionella ägare att investera en större andel av sitt totala portföljvärde i bolag som är noterade på hemmamarknaden³⁶. Detta, menade representanten från bolagsstyrringskollegiet, ledde till att vissa svenska innehav blev oundvikliga för svenska institutionella ägare och på så sätt mer eller mindre tvingade dem att vara långsiktiga i sina innehav³⁷.

Vid intervjuerna påpekades även att problematik kring den språkliga övergången från svenska till engelska i styrelserummen och vid valberedningssammanträdena kan vara en bidragande orsak till att de utländska

³¹ IP 4

³² IP 1,5,7

³³ IP 2,4,6

³⁴ IP 2,5

³⁵ IP 6

³⁶ IP 1,7

³⁷ IP 7

ägarnas underrepresentation inte uppmärksammades mer³⁸. Det uttrycktes huvudsakligen två olika anledningar till varför intervjupersonerna upplevde att det kan finnas problem relaterade till vilket språk som används. Inledningsvis menade intervjupersonerna att en del svensktalande styrelse- och valberedningsmedlemmar upplever att diskussionerna vid sammanträdena blev mindre spontana på engelska och att det med svenska som modersmål försätts i ett språkligt underläge gentemot huvudsakligen engelsktalande representanter vid förhandlingar och argumentationer³⁹. För det andra fanns en tro att det medförde svårigheter att konsekvent hålla sig till engelska om endast en utländsk ägarrepresentant satt med i valberedningen, då det i de fall han eller hon lämnade rummet genast fanns en risk att resterande medlemmar skulle övergå till en inofficiell diskussion på svenska vilket ansågs kunna skada arbetsklimatet och sammanhållningen⁴⁰.

³⁸ IP 5,6

³⁹ IP 2,5,6

⁴⁰ IP 5,6

5. Analys

I följande avsnitt analyserar vi empirin för att förklara varför utländska ägare är underrepresenterade i svenska valberedningar. Inledningsvis tolkar vi ägarbeteendet med hjälp av EVL-ramverket och därefter använder vi oss av agentteori för att analysera tänkbara skäl till underrepresentationen. Vi avslutar denna del med att kort analysera aktörernas beteende med hjälp av den tes Bengtsson (2005) presenterat om institutionella omvärldstryck.

5.1.1 Valberedningsdeltagande i termer av exit och voice

Det har påpekats att EVL-teorin inom bolagsstyrning ofta används för att beskriva förhållandet mellan ett företags ägare och styrelse. Denna teori anses därför lämplig för att tolka de svenska respektive de utländska institutionella ägarnas beteende. I det svenska bolagsstyrningssystemet kan ett deltagande i valberedningen anses vara ett typiskt voicebeteende, då valberedningen ger ägaren möjlighet att vädra missnöje med styrelseledamöter som ställer upp för omval, och påverka om denne kommer att väljas om för ytterligare en mandatperiod. Med anledning av att utländska ägare ofta väljer att avstå från ett deltagande i valberedningen kan man alltså konstatera att de utländska institutionella ägarna har mindre av ett voicebeteende i detta hänseende, relativt de svenska som i högre utsträckning deltar i valberedningen. Ett valberedningsdeltagande är dock inte det enda sättet på vilket en ägare kan använda sig av voice, utan komplementära beteenden som att rösta på årsstämman och att ha informella kontakter kan också utnyttjas. Dessa komplementära voicebeteenden är något vi har observerat i vår studie – både svenska och utländska institutionella ägare har kontakter med styrelsen och röstar på bolagsstämmor. Adderas det divergenta beteendet med avseende på valberedningsdeltagande med de komplementära beteenden vi observerat kan man dock hävda att de svenska institutionella ägarna totalt sett har ett starkare voicebeteende än sina utländska motsvarigheter.

Går man vidare till exitbeteende kan det initialt konstateras att det utländska ägandet i samband med lågkonjunkturer ofta går ned, vilket bland annat exemplifierades genom att hänvisa till IT-bubblan på 2000-talets början då det utländska ägandet på stockholmsbörsen störtade. Vad gäller mid cap-bolaget vi studerade kunde ett liknande mönster urskiljas, då den stora institutionella utländska ägaren vi sedermera även intervjuade valde att sälja av sitt innehav efter att bolaget offentliggjort diverse operationella problem. Styrelseordföranden i bolaget var vidare av uppfattningen att detta var det primära sättet på vilket de utländska institutionella ägarna reagerade på en ogynnsam utveckling. Vidare har Nooteboom (1999) i sin utveckling av EVL-ramverket, där han diskuterar skillnaderna mellan europeiska, japanska och anglosaxiska aktörer, framhållit att de sistnämnda i allmänhet tenderar att vara mer exitbenägna. Detta blir relevant i den svenska kontexten då cirka hälften av det utländska ägandet på de svenska noterade marknaderna är just anglosaxiskt. Sammantaget kan ett mönster urskiljas där det framgår att utländska institutionella ägare till synes verkar vara mer benägna att använda sig av exit.

De potentiella anledningarna till dessa olika inställningar rörande exit och voice hos utländska respektive svenska institutionella ägare är flera. Det har i den empiriska undersökningen visat sig att de svenska

institutionella ägarna i vissa fall kan vara begränsade från att använda sig av exit i svenska noterade bolag, då det beskrevs som att vissa innehav var svåra att sälja av om en balanserad position på hemmamarknaden skulle bevaras, där det sistnämnda ansågs önskvärt eftersom institutionella ägare ansågs ha bättre kunskap om sin egen hemmamarknad. Utländska institutionella ägare kan som kontrast rimligtvis inte anses vara begränsade i detta avseende, då stockholmsbörsen bara är en marknadsplats bland många andra. Detta kan ses som en tänkbar förklaring till varför utländska institutionella ägare är mer exitorienterade och således i mindre utsträckning relativt sina svenska motsvarigheter deltar valberedningsarbetet.

De skilda inställningarna till att försätta sig i en insiderposition är en ytterligare tänkbar förklaring till varför de utländska ägarna skiljer sig med avseende på benägenheten till ett voice respektive exit. Att det är önskvärt, och ibland undvikligt, att valberedningsledamöter tar del av insiderinformation i anknytning med valberedningsprocessen framkom i samband med våra intervjuer. Det framkom vidare även tydligt att svenska institutionella ägare generellt ansågs vara mer öppna för att ta del av sådan insiderinformation, till skillnad från deras utländska motsvarigheter som var klart mer negativt inställda till detta. Den enda rimliga anledningen till att inte vilja försätta sig i insiderposition är just för att hålla öppet för en eventuellt exit, då det är denna möjlighet som under en tid begränsas om en ägare hamnar i ett sådant läge. Regleringen kring insiderinformation leder således till att institutionella ägare i viss mån tvingas välja mellan voice i form av valberedningsdeltagande och exit, där de svenska tenderar att dras mot det första medan de utländska dras mer mot det sistnämnda.

En huvudförklaring till att anglosaxiska ägare tenderar att vara mer exit- än voicebenägna enligt Nooteboom (1999) är att de har en annorlunda syn på vad som är en lämplig marknadsmässig interaktion med en motpart, till exempel ett bolag i vilket de har ett innehav. Anglosaxiska aktörer sägs mer betrakta interaktioner med andra marknadsaktörer som s.k. *arms length transactions* eller transaktioner som kunde göras med vilken motpart som helst, medan europeiska aktörer är mer långsiktiga och kultiverar starkare relationer. Denna skilda syn på vad som är en lämplig roll för en ägare var något som gick igen hos de utländska respektive svenska institutionella ägarna. Att de utländska institutionella ägarna skilde sig från de svenska på ett liknande sätt var något som tydligt framkom under den empiriska undersökningen. Relationerna med de svenska institutionella ägarna beskrevs konsekvent som starkare, medan det om de utländska aktörerna mest betonades att de såg sitt ägande som ett strikt finansiellt innehav bland många andra. Det upplevs alltså som att de institutionella ägarna skiljer sig från varandra i det att svenska institutioner har mer av ett relationsfokus, i vilket voice är en mer naturlig mekanism att använda, medan de utländska är mer transaktionsorienterade och därmed exitbenägna.

Att det fanns en stor skillnad mellan svenska och utländska institutionella ägare gällande valberedningens syfte och funktion var något som framkom mycket tydligt i vår studie, och avslutningsvis kan man konstatera att även detta är en viktig tänkbar förklaring till varför de utländska institutionella ägarna dras mer åt exit

relativt sina svenska motsvarigheter. Det kan anses rimligt att anta att det är mycket svårt att hänge sig åt ett beteende om man inte förstår sig på själva beteendet och dess syfte, vilket översatt till sammanhanget innebär att det kan tänkas att de utländska institutionella ägarna, genom sin bristande kunskap, delvis blir förhindrade från ett voicebeteende i form av valberedningsdeltagande, och istället dras mer mot exitalternativet.

Sammantaget kan man alltså konstatera att vi har observerat att de utländska institutionella ägarna, i EVL-teorins termer, är relativt sett mer benägna att använda sig av exit i bolagsstyrningssammanhang, medan det motsätta till synes verkar vara sant för deras svenska motsvarigheter. Ett deltagande i valberedningen är ett typiskt voicebeteende, som även delvis blockerar exit till följd av regleringar rörande insiderinformation och en preferens för exit talar därmed emot ett deltagande i valberedningen. De potentiella förklaringarna till varför de svenska och utländska institutionella ägarna skiljer sig i preferenserna för exit respektive voice är flera, dels observerades de förstnämnda vara relativt sätt mer benägna att försätta sig i en insiderposition och dels har de sistnämnda mer av ett transaktionsperspektiv i synen på interaktionen med portföljbolag. Vidare ansågs vissa svenska innehav oundvikliga för svenska institutionella ägare och avslutningsvis observerades en bristande kunskap om valberedningen hos de utländska motsvarigheterna.

5.1.2 Förklaringar relaterade till agentteori

En förklaring till utländska ägares underrepresentation i svenska valberedningar kan vidare göras med hjälp av agentteori där det argumenteras för att agentkostnaderna för svenska respektive utländska aktörer divergerar och hanteras olika med konsekvensen att ägarinflytandet ger sig uttryck på olika sätt.

Från intervjuerna urskiljdes delade uppfattningar huruvida nyttan att medverka i valberedningar översteg kostnaderna. En del av de svenska institutionella ägarrepresentanterna ansåg att aktivt deltagande i valberedningar bidrog positivt till affärsnyttan och slutresultatet bedöms därför på sikt generera högre avkastning än kostnaden för uteblivet engagemang, vilket inom det agentteoretiska ramverket kan tolkas som att ett aktivt medverkande ökar övervakningskostnaden men samtidigt sänker residualkostnaden med en större andel. Empirin visade dock att utländska institutionella ägare och några av de svenska främst var av en annan uppfattning, då de menade att valberedningsdeltagande inte kunde motiveras ur en ekonomisk synpunkt. Detta kan tolkas som att medverkan i valberedningar ökar kostnaden för övervakning samtidigt som det är väldigt osäkert huruvida residualkostnaden påverkas över huvud taget. Utifrån detta resonemang kan utländska institutionella ägares underrepresentation i svenska valberedningar analyseras utifrån följande hypoteser

- 1) Agentkostnaderna för Svenska institutionella ägare är lägre på den svenska marknaden
- 2) Utländska institutionella ägare räknar in agentkostnader i riskbedömningen och har sedan inget intresse av att påverka dessa

3) Investeringens tidshorisont påverkar medverkan i valberedningar

I empirin poängteras främst två unika fördelar med den svenska modellen för valberedningar: den ökade transparens som uppkommit som en konsekvens av ett mer systematiskt tillvägagångssätt vid tillsättning av styrelse samt ett större förtroende för styrelsen eftersom den delvis utses av ägarrepresentanter. Denna i samband med valberedningsarbetet ökande insyn, i kombination med ett ökat förtroende för styrelsens arbete, torde minska behovet av övervakning av agenten och kan därför tänkas bidra till sänkta övervakningskostnader genom en reduktion av den oakttsamhetsrisk som är inbyggd i principal-agentrelationen. Oakttsamhetsrisken och kostnaderna för övervakning är sannolikt också lägre för svenska institutionella ägare på den svenska marknaden, eftersom de, vilket konstaterats i empirin, har en geografisk närhet och bättre kännedom om marknadsförhållandena. Det faktum att personliga relationer ofta förekommer mellan aktörerna på den svenska marknaden är något som styrker denna tes. Det faktum att utländska institutionella ägare har en bristfällig kunskap om den svenska modellen, vilket konstaterades i empirin, kan tyda på att de upplever agentkostnaderna för medverkan i valberedningar som högre än sina svenska motsvarigheter i detta sammanhang, då behållningen blir mer oklar.

Utländska institutionella investerare tenderar att betrakta sina innehav på den svenska marknaden som rena finansiella placeringar, vilket enligt empirin är en inställning som går igen hos de flesta utländska institutionella ägarna. Vidare är den investerade andelen i ett svenskt bolag, enligt empirin, ofta framräknad utifrån en matematisk mix med syfte att sprida risken i portföljen som helhet, vilket kan tolkas som att utländska institutioner som agerar på detta sätt har tagit med agentkostnader i beräkningen av diversifieringen. Detta resonemang i kombination med en tro att residuallkostnaden inte kan reduceras märkbart av att ägarinflytande utövas genom aktivt deltagande i valberedningar stämmer då överens med utländska institutionella ägares agerande på svenska marknader. Till skillnad från de svenska institutionella ägarna som är beredda att ta kostnaden för medverkan i valberedningar, då det upplevs som en investering som ger ett ökat värde på sikt, blir fokus för utländska institutionella ägare att minimera övervakningskostnaderna utan att för den saks skull öka risken. Genom att använda sig av röstombud och ägarrådgivare, som enligt empirin blir allt mer vanligt förekommande, kan denna typ av ägare hålla nere övervakningskostnaderna men samtidigt påverka i frågor som anses relevanta, exempelvis optionsprogram.

Avslutningsvis kan det tänkas att fenomenet kan förklaras med hänvisning till att de svenska jämfört med de utländska institutionella ägarna har olika tidshorisont i sina investeringar. Det förefaller enligt empirin som att svenska institutionella ägare ofta betraktar sina innehav som mer långsiktiga medan utländska institutionella ägare har en tendens att "rösta med fötterna" och således ha en kortare investeringshorisont. En trolig förklaring är således att en investerare med en lång investeringshorisont, genom ett aktivt medverkande i bolagets valberedning och tillsättning av en kompetent styrelse, faktiskt kan påverka bolagets framtida avkastning och dessutom dra nytta av det i framtiden. En kortsiktig investerare å andra sidan vill ha friheten

att sälja av innehavet inom en snar framtid och kan då inte förlita sig på en eventuell ökad avkastning i framtiden. Tolkningen blir således att långsiktiga institutionella ägare kan tänkas minska residualkostnaden på sikt genom ökade övervakningskostnader i form av ett långsiktigt engagemang i ett bolags valberedning med syfte att öka den framtida avkastningen till en nivå som överstiger agentkostnaderna förknippade med valberedningsarbetet. Vidare kan det förklaras som att residualkostnaden troligtvis inte går att sänka märkbart på kort sikt vilket förklarar varför kortsiktiga institutionella investerare inte engagerar sig i valberedningar då det blir mer ekonomiskt rationellt för dem reducera agentkostnaderna genom att minimera övervakningskostnaderna så långt det är möjligt.

Sammanfattningsvis kan utländska institutionella ägares underrepresentation i svenska valberedningar förklaras med agentteori genom främst tre hypotetiska anledningar: först, agentkostnaderna för svenska institutionella ägare är lägre på den svenska marknaden som en konsekvens av närheten, nätverken och den goda kunskapen som utländska institutionella ägare saknar, vidare kan det förklaras genom att utländska ägare betraktar innehaven på den svenska marknaden som finansiella placeringar och har därför redan räknat in alla kostnader i riskkalkylen samt utländska institutionella ägare tenderar att ha en kortare investeringshorisont varför kostnaden av medverkan i valberedningar sannolikt inte ersätts av en framtida högre avkastning.

5.1.3 Förklaringsvärdet i institutionella omvärldstryck

Den centrala tesen som drivs i avhandlingen av Bengtsson (2005) rörande varför svenska institutionella ägare sitter med i valberedningar är kritisk mot ekonomiska kalkyler i linje med utläggningarna om agentteori ovan, och istället relaterad till ett omvärldstryck i form av en tumregel som säger att de fyra till fem största ägarna alltid skall vara representerade i valberedningen. Med hänvisning till att de två svenska institutionella ägarrepresentanterna i det empiriska materialet presenterade olika åsikter om huruvida det var ekonomiskt rationellt att sitta med i en valberedning kan denna förklaring anses vara intressant för dessa ägare även här. Det förefaller dock rimligt att anse att utländska institutionella ägare, som i förekommande fall inte ens har kunskaper kring valberedningens syfte och konstruktion, inte upplever denna tumregel som lika viktig och istället agerar mer i linje med andra institutionella omvärldstryck, som exempelvis det om ekonomisk rationalitet. På så sätt blir ett eventuellt valberedningsdeltagande mer av en strikt ekonomisk fråga, varpå kostnadsresonemangen relaterade till agentteori kan tänkas vara mer aktuella för de utländska institutionella ägarna i vår studie än vad Bengtsson (2005) ansåg att de var för de svenska institutionella ägarna.

6. Slutsats

I detta avsnitt sammanfattar vi vår studie genom att redovisa de slutsatser vi dragit för att förklara det fenomen som vi beskrivit i vårt syfte.

Det går att dra ett antal slutsatser rörande tänkbara förklaringar till varför utländska institutionella ägare är underrepresenterade i svenska valberedningar. Först och främst kan det konstateras att utländska och svenska institutionella ägare till synes skiljer sig med avseende på preferenser för exit respektive voicebeteende i bolagsstyrningsfrågor, där ett deltagande i valberedningen räknas till det sistnämnda. Utländska institutionella ägare är relativt sina svenska motsvarigheter mer benägna att utnyttja exitmekanismen, medan det motsatta är sant för de svenska institutionella ägarna. Anledningarna till detta är flera:

- 1) Utländska ägare verkar ha en bristande förståelse för den svenska valberedningsmodellen vilket delvis förhindrar ett deltagande i valberedningen och på så sätt användandet av voice
- 2) Svenska institutionella ägare tycks tendera att ha ett starkare relationsperspektiv i sina interaktioner med styrelsen i de svenska noterade bolagen medan de utländska motsvarigheterna är mer transaktionsorienterade, där de förstnämnda är mer förknippat med voice och det sistnämnda med exit
- 3) De svenska institutionella ägarna har en till synes högre tolerans för att ta del av insiderinformation jämfört med sina utländska motsvarigheter, där sådan information begränsar möjligheten att utnyttja exit och i vissa fall är nödvändig för att nyttja voicemekanismen i form av ett valberedningsdeltagande
- 4) Institutionella ägare kan anses vara mer benägna att placera på sin hemmamarknad, vilket i Sveriges fall gör en del svenska innehav oundvikliga för svenska institutionella ägare medan en liknande situation inte är aktuell för deras utländska motsvarigheter, något som medför att de sistnämnda är friare att använda exit medan de svenska dras mer mot voice

Vidare går det att konstatera att agentkostnader och risker relaterade till principal-agentrelationen mellan ägare och styrelse verkar skilja sig mellan de utländska och de svenska institutionella ägarna. Svenska institutionella ägare är oftare av uppfattningen att medverkan i valberedningar bidrar positivt till affärsnyttan medan utländska ägare är av annan åsikt. Det är främst tre anledningar som bidragit till denna slutsats:

- 1) Svenska institutionella ägare uppfattar agentkostnaderna för medverkan i valberedningar som lägre än de utländska eftersom de har en fördel i närheten, nätverken och den goda kunskapen om svenska förhållanden vilket således sänker agentkostnaderna

- 2) Utländska ägare betraktar innehav på den svenska marknaden som rena finansiella placeringar och har redan räknat in agentkostnader i riskberäkningen, varför medverkan i valberedningar blir att betrakta som en extra kostnad som inte tillför något mervärde
- 3) Det faktum att utländska institutionella ägare ofta har en kortare investeringshorisont än svenska ägare gör att de inte har ett intresse av att lägga ned kostnader för att påverka ett bolag om de ändå planerar att sälja innehavet inom en obestämd framtid

Avslutningsvis går det att konstatera att Bengtssons tes om att institutionella omvärldstryck styr de svenska institutionella ägarna mot ett valberedningsdeltagande även är en tänkbar förklaring till det divergenta ägarbeteendet. Det kan tänkas att svenska och utländska institutionella ägare upplever olika institutionella omvärldstryck, där de sistnämnda inte i samma utsträckning som de svenska känner något större behov av att anpassa sig mot det normativa institutionella omvärldstryck som stipulerar att de fyra till fem största ägarna skall ta plats i valberedningen

7. Förslag på vidare studier

Med bakgrund av studiens explorativa natur hänger vi oss här till en utveckling om vilka potentiella konsekvenser de observerade inställningarna till valberedningsdeltagande och ägarrollen kan ha, och ger förslag på specifika frågor som är lämpliga att studera ytterligare.

Då studien är av explorativ karaktär och det sen tidigare inte finns utförlig forskning på området kan denna uppsats betraktas som en inledande studie på området som öppnar för vidare forskning. De förklarande slutsatser som gjorts i analysen är underbyggda av ett fåtal personers åsikter och det krävs därför upprepade studier, gärna av kvantitativ natur, för att bekräfta resultaten. Några slutsatser såhär initialt om vilka potentiella konsekvenser som kan uppstå som en följd av utländska ägares underrepresentation i svenska valberedningar är vidare svåra att fastställa. Vi har därför valt att diskutera hypotetiska konsekvenser som även kan ses som förslag på vidare studier kring fenomenet.

En högst tänkbar konsekvens av att utländska aktieägare inte tar plats i valberedningen är att svenska bolag och svensk bolagsstyrning förblir nationell i högre utsträckning och det kan således diskuteras huruvida detta är positivt eller negativt för svenskt näringsliv. Avsaknad av internationella influenser i valberedningen underlättar troligtvis inte en internationalisering av svenska bolagsstyrelser utan frambringa en homogeniserande effekt. Hur positivt detta är med globaliseringens på näringslivet starkt internationaliserande effekter som bakgrund är ytterst tveksamt och är något som anses mycket intressant att utforska.

Vidare kan det resoneras kring konsekvenserna av ett överdrivet exitbeteende hos den allt större gruppen av utländska aktieägare: Finns det risker med ett allt för kortsiktigt tänkande? Finns det ett egenvärde i att engagera utländska ägare i bolagen för att säkerställa riskkapital även i sämre tider? Får de svenska institutionella ägarna bära kostnaderna av att utländska institutionella ägare inte deltar mer aktivt i valberedningsarbetet?

Slutligen kan det resoneras kring vilka risker som kan uppstå som en följd av utländska institutionella ägares allt mer banaliserade syn på bolagsstyrning i form av användandet av ägarrådgivare och röstombud: Minimerar dessa ägare kostnaderna för ägarstyrning på bekostnad av mer långsiktiga ägare, likt vad som diskuterades ovan? Vad händer om ännu fler institutionella ägare övergår till samma resonemang och placerar beslutsmakten hos ägarrådgivare med snäva röstningskriterier? Kan ägarrådgivare och bolagsstyrningskoder ersätta de traditionellt starka ägarfamiljerna på ett effektivt sätt?

8. Källförteckning

Litteratur

Alvesson, M. & Sköldeberg K., (1994), *Tolkning och reflektion; vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, Studentlitteratur, Lund.

Alecta, (2009), *Ägarpolicy för Alecta*.

Tillgänglig [online]: http://www.alecta.se/upload/Finansiell%20info/Filer/Agarpolicy_2009-12-08.pdf [2010-05-14].

Bengtsson, E., (2005), *Shareholder activism of Swedish Institutional Investors*, Stockholm: School of Business, Stockholm University, Stockholm.

Clarke, T., (2004), *Theories of Corporate Governance: The Theoretical Foundations*, Taylor & Francis, Inc.

Finansinspektionen (2006), DNR 06-1225-399, 2006:2, Rapport från Finansinspektionen, *Företagens tillämpning av internationella redovisningsregler*, Stockholm.

Gillian, S.L., Starks, L.T., (2003), "Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective", *Journal of Applied Finance*, Vol. 13, Nr. 2, s.4-22.

Goyder, M. & Zimmerman, H., (2010), "Tomorrow's Corporate Governance: Bridging the UK engagement gap through Swedish-style nomination committees". Report; Tomorrow's Company.

Tillgänglig [online]: <http://www.forceforgood.com/Tools/Tomorrows-Corporate-Governance-199/1.aspx> [2010-05-14].

Hirschman, A.O., (1970), *Exit, Voice and Loyalty*, Harvard University Press, Cambridge, Ma.

Henreksson, M & Jakobsson, U., (2008), "Globaliseringen och den svenska ägarmodellen", Underlagsrapport 19 till Globaliseringsrådet. Globaliseringsrådet.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Nr. 3, s. 305-360, University of Rochester.

Koden (2010) *Svensk kod för bolagsstyrning*. Kollegiet för svensk bolagsstyrning, gällande från 1 februari 2010.

Kollegiet (2009), *Årsrapport 2009*, Kollegiet för svensk bolagsstyrning.

Kollegiet (2010), kollegiet för svensk bolagsstyrnings hemsida.

Tillgänglig [online]: <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning/bolagsstyrningens-utveckling> [2010-05-17].

Lekvall, P., (2009), "Nomination Committees in Swedish Listed Companies" International Corporate Governance Network (ICGN) 2008 Yearbook

Tillgänglig [online]: <http://www.bolagsstyrning.se/dokumentation/artiklar-och-presentationer> [2010-05-14].

Lekvall, P., et.al. (2009), *The Handbook of International Corporate Governance*. Institute of Directors, London, Kapitel 6.14

Tillgänglig [online]: <http://www.bolagsstyrning.se/dokumentation/artiklar-och-presentationer> [2010-05-14].

Mallin, C.A., (2007), *Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford.

Milne, R., (2010), "A meeting of minds", *Financial times*, 1 mars.

Nooteboom, B., (1999), "Voice- and Exit-Based Forms of Corporate Control: Anglo-American, European and Japanese", *Journal of Economic Issues*, vol. 33, Nr. 4, s. 845-860.

OECD, (2004), Definition Corporate Governance,

Tillgänglig [online]: <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778> [2010-05-17].

Olsson, H. & Sörensen, S., (2007), *Forskningsprocessen: kvalitativa och kvantitativa perspektiv*, Liber, Stockholm.

Parthiban D. & Kochhar R., (1996), "Barriers to Effective Corporate Governance bi Institutional Investors: Implications for Theory and Practice", *European Management Journal*, vol. 14, Nr. 5, s. 457-466.

ISS, Risk Metrics Group, (2009), *2010 European Proxy Voting Guidelines Summary*.

Tillgänglig [online]: <http://www.bolagsstyrning.se/dokumentation/artiklar-och-presentationer> [2010-05-14].

Sevenius, R., (2007), *Bolagsstyrning*, Studentlitteratur, Lund.

Shleifer, A. & Vishny, R.W., (1997), "A survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, vol. 52, Nr. 2, s. 737-783.

Skandia Fonder, (2005), *Ägarstyrningspolicy för Skandia Fonder AB*.

Tillgänglig [online]: <http://www.skandia.se/fonder/omskandia/agarpolicy.asp> [2010-05-14].

Swedbank Robur, (2005), *Roburs ägarpolicy*.

Tillgänglig [online]: http://www.robur.se/upload/pdf/Ägarpolicy_ny.pdf [2010-05-14].

Verdam, A., (2006), "An Exploration of the Role of Proxy Advisors in Proxy Voting", SSRN working papers, VU University in Amsterdam.

Trost, J., (2002), *Att skriva uppsats med akribi*, Andra upplagan, Studentlitteratur, Lund.

APPENDIX

1. Exempel på företag med underrepresenterade utländska institutionella ägare (Large Cap)

Företag	"Underrepresenterade" utländska institutionella ägare	"Överrepresenterade" svenska institutionella ägare
Hennes & Mauritz	JPMorgan Chase	AMF Robur
Assa Abloy	Harris Associates Oppenheimer	SEB Alecta Robur
Electrolux	BlackRock Funds Alliance Bernstein	Alecta Robur Folksam
Elekta	JPMorgan Chase Fidelity Funds Orkla	AMF
Fabege	Barclays Global Investors	
Hexagon	Columbia Wanger Asset Management Ramsbury Invest AB	AFA
Lundin Petroleum	Wellington Management Company LPP Landor Participations Inc.	Robur
MTG	Capital Group	Robur AMF
Oriflame	JPMorgan Chase Omnibus Custodian Oppenheimer	Robur AMF SEB
Scania	JPMorgan Chase	Robur
Swedish Match	Wellington Management Company	Robur
Tele2	State Street	Robur AMF Alecta

2. Exempel på intervjufrågor

2.1 Utländsk institutionell ägare

-From our interview with Mr. X we gathered that you chose not to participate in the board nominating committee, something which is rather common among foreign institutional investors with large minority stakes in Swedish companies. Were there any specific reasons that made you decline to participate in the nominating committee (i.e. too costly in time and resources, etc.)?

-The Swedish nominating committee is a rather unique construction in the sense that it is elected by the annual general shareholders meeting instead of being a sub-committee of the board like it is in many other countries (the US and UK for instance), how familiar would you say you are with this (the nominating committee) practice? Do you ever engage in the process of appointing board members, in any company?

-Disregarding the board nomination process, what other means did Y use to engage X (interacting and exerting influence on management/board, voting on specific items at the annual general meeting, etc.)? Did you use any kind of proxy voting advisor, such as RiskMetrics/ISS (Institutional Shareholder Services)?

-When you sold your stake in X, was it because of lack of faith in the governance (board, management) of the company?

2.2 Svensk styrelse-/valberedningsledamot

-Det utländska ägandet står för 33-35% av innehavet, men enbart 9% av ledamöterna i svenska noterade bolags valberedningar. Ett liknande mönster återfinns bland annat i X där du sitter som styrelseordförande. Anser *du* att det är ett problem att utländska ägare är underrepresenterade?

-Hur tror du utvecklingen kommer se ut på sikt gällande utländska ägares representation i valberedningar?

-Vad är din syn på nuvarande svensk bolagspraxis roll vad gäller möjligheterna och kostnaderna för utländska ägare att utöva ett aktivt ägande i de bolag du är aktiv i samt andra svenska börsbolag? Tror du vår praxis kan vara svår att ta till sig för utländska ägare som är vana vid andra typer av bolagsstyrningssystem (exempelvis sådana där valberedningen är ett utskott underställt styrelsen, som i anglosaxiska länder)?

-Vilka *specifika* nackdelar ser du med utländska ägares underrepresentation i svenska börsbolags valberedningar?

-Vad tror du kan förklara att svenska institutionella ägare är mer representerade i valberedningar och eventuellt mer högljudda på bolagsstämmor?

-Valberedningen är inte det enda sättet på vilket en ägare kan utöva sin ägarroll. På vilka andra sätt än att ta plats i valberedningen utövar utländska ägare sitt potentiella inflytande i de bolag där du verkar? Hur kompletterar eller ersätter detta utövande av ägarmakt en plats i valberedningen?

3. Utländskt aktieäggande i bolag noterade på svensk marknadssplats, ställningsvärden, landandelar, procent efter ägarland och tid (SCB 2010)

År	2005	2006	2007	2008	2009
Storbritannien och Nordirland (%)	21,1	20,6	20,7	20,7	18,8
USA (%)	27,4	28,4	26,8	25,3	24
Total (%)	48,5	49	47,5	46	42,8

Tidsskalan avser den sista december varje år. Aktier registrerade hos utländsk förvaltare registreras med förvaltarens landskod.