



EKONOMIHÖGSKOLAN

Lunds universitet

Företagsekonomiska institutionen

FEK 582

2005-06-10

Grupp 2

– Styrelsens sammansättning –
Är diversifiering en framgångsfaktor?

Handledare:
Gösta Wijk

Författare:
Louise Becker 801113-0369
Stefan Bjerke 780515-0039
Sebastian Waldenström 791018-4931
Fredrik Wallmark 780611-0032

LUNDS UNIVERSITET - Företagsekonomi

Rapportens titel: Styrelsens sammansättning – Är diversifiering en framgångsfaktor?

Seminariedatum: 10:e Juni 2005

Ämne/kurs: FEK582 Kandidatuppsats, 10 poäng

Författare: Louise Becker, Stefan Bjerke, Sebastian Waldenström, Fredrik Wallmark

Handledare: Gösta Wijk

Omfång: Cirka 80 sidor.

Fem nyckelord: Corporate Governance, diversifiering, styrelsesammansättning, framgång, styrelse.

Syfte: Undersökningens syfte är att bidra till forskning om sammansättningen av Sveriges styrelser och dess påverkan på bolagets framgång.

Metod: Denna undersökning har en deduktiv ansats och består av dels dataanalys och dels intervjuer. Den kvantitativa dataanalysen undersöker egenskaper hos styrelseledamöterna och kopplingen till företagets börskurser. Den kvalitativa intervjudelen undersöker åsikter hos personer insatta i styrelsearbete.

Teoretiska perspektiv: Vi valde att utgå ifrån de teorier om Corporate Governance och team som stödjer antagandet att en heterogent sammansatt grupp presterar bättre än en homogen. Relevanta regelverk i Sverige rörande Corporate Governance presenteras för att belysa hur näringsliv och reglerande auktoriteter ser på ämnet idag.

Empiri: Att sänka medelåldern i styrelsen samt att minska den nationella diversifiering är något som två till tre dagar efter offentliggörandet av informationen om nya styrelseledamöter påverkar börskursen positivt. Egenskaper som värderas i styrelsen är enligt intervjuerna främst integritet, helhetssyn och affärssinne.

Slutsatser: Beroende på utgångspunkt; teori, intervju eller dataanalys, går det att dra olika slutsatser. Den teoretiska utgångspunkten ger inget starkt stöd för att en diversifierad styrelse skulle på ett signifikant sätt bidra till företagets framgång. Intervjumaterialet talar däremot främst för en ökad diversifiering, framför allt av lönsamhetsskäl, även om delade meningar råder om vilken diversifiering som är viktigast. Dataanalysen pekar, tvärt emot vår hypotes, på att diversifiering inte är positivt för bolagets framgång.

LUND UNIVERSITY - Business Administration

Title: Board composition- Is diversification a success factor?

Seminar date: June 10th 2005

Course: Bachelor Thesis in business administration, 10 Swedish Credits (15 ECTS)

Authors: Louise Becker, Stefan Bjerke, Sebastian Waldenström, Fredrik Wallmark

Advisors: Gösta Wijk

Size: Approximately 80 pages

Key words: Corporate Governance, diversification, board composition, performance, board of directors.

Purpose: The purpose of this paper is to contribute to research about the composition of Swedish board of directors and its effect on corporate performance.

Methodology: This paper has a deductive approach and consists of a data analysis and interviews. The quantitative data analysis investigates board members qualities and the connection to the company's stock price. The qualitative interview part investigates the opinions of people involved in board work.

Theoretical perspectives: We choose to base our study of the theories concerning Corporate Governance and teams that supports the assumption that a heterogeneous group performs better than a homogenous group. We also present some relevant rules and regulations concerning Corporate Governance in Sweden to clarify how the business community and regulative authority look upon the topic today.

Empirical foundation: Two to three days after the publication of the new board members, the stock price increased if it implied that the average age was lowered or the diversity of nationalities decreased. Qualities that are highly valued in a board are, according to the interviews, integrity, overall perspective and business mind. Analysts consider the board to be important.

Conclusions: Depending on the point of view that is used; theory, interview or data analysis, different conclusions can be drawn. The theoretical point of view does not give a strong support that a diversified board could significantly contribute to the firm performance. On the contrary the interview material, predominantly promotes an increased diversification, mostly by performance reasons, even though there are separate views about which type of diversification that is most important. However, the data analysis points out, in opposition to our hypothesis, that diversification does not have a positive effect on firm performance.

FÖRORD

Vi vill tacka alla som bistått oss i arbetet med denna undersökning. Tack för all hjälp, alla råd och kommentarer under arbetets gång. Vi vill till att börja med tacka vår handledare Gösta Wijk för hans kommentarer under arbetets gång. Vi vill tacka de som ställt upp på intervjuer; Peggy Bruzelius, Claes Dahlbäck, Lars Erik Forsgårdh, Björn Jansson, Peter Rudman, Caroline Sundewall och Michael Treschow. De som har bjudit på sin kunskap; Anna Lindgren, Matematiskt statistik, Pierre Carbonnier, Statistiska institutionen, Claes Svensson och Matts Kärreman, Företagsekonomiska institutionen, Henrik Acklén och Ida Gustavsson, OMX och Hans Byström, Nationalekonomiska institutionen. Vi vill även tack våra opponenter Anders Severin och Caroline Tykesson för värdefulla synpunkter.

Vi hoppas att vi med denna uppsats kunnat bidra till forskningen kring styrelsers sammansättning och dess inverkan på företagets framgång.

Tack också till våra vänner och familjer som har stått ut med oss under denna tid.

Författarna, Lund 2005-06-10

Fredrik, Louise, Sebastian och Stefan

1	INLEDNING.....	1
1.1	BAKGRUND	1
1.2	PROBLEMDISKUSSION OCH PROBLEMFORMULERING	2
1.3	SYFTE	3
1.4	AVGRÄNSNINGAR	3
1.5	MÅLGRUPP	3
1.6	TIDIGARE FORSKNING	4
2	METOD	5
2.1	VAL AV ÄMNE	5
2.2	GRUNDHYPOTES	5
2.2.1	VAL AV PERSPEKTIV.....	6
2.2.2	VAL AV UNDERSÖKNINGSOBJEKT	6
2.3	VAL AV ANSATS.....	7
2.4	VAL AV UNDERSÖKNINGSMETOD	8
2.5	VAL AV TILLVÄGAGÅNGSSÄTT FÖR DATAINSAMLING	8
2.5.1	PRIMÄRA KÄLLOR	9
2.5.2	SEKUNDÄRA KÄLLOR.....	10
2.5.3	TEORETISKA KÄLLOR	10
2.5.4	GENOMFÖRANDE AV DATAINSAMLINGEN	11
2.5.5	UPPFÖRANDET AV EN DATABAS.....	12
2.5.6	INSAMLING AV BÖRSKURSER OCH BRANSCHTRENDER	13
2.5.7	TEST AV DATAMATERIALET PÅ OLIKA VARIABLER.....	14
2.6	DEFINITIONER	15
2.6.1	OBEROENDE/BEROENDE	15
2.6.2	DIVERSIFIERAD STYRELSE.....	16
2.6.3	FRAMGÅNG	16
2.7	VALIDITET OCH RELIABILITET	16
2.8	KÄLLKRITIK	17
2.8.1	TEORIKRITIK.....	18
2.8.2	METODKRITIK.....	18
3	TEORETISK REFERENSRAM	20

3.1	VAL AV TEORIER.....	20
3.2	CORPORATE GOVERNANCE TEORI	20
3.2.1	AGENTTEORIN	21
3.2.2	TRANSAKTIONSKOSTNADSTEORIN	22
3.2.3	SHAREHOLDER-STAKEHOLDER-TEORIN	22
3.2.4	STEWARDSHIP-TEORIN	23
3.2.5	TEORIN OM KLASSEHEGEMONI.....	23
3.2.6	MANAGERIAL HEGEMONY-TEORIN.....	24
3.3	CORPORATE GOVERNANCE I PRAKTIKEN	24
3.3.1	UTVÄRDERING AV STYRELSEN	24
3.3.2	UTLÄNDSKA LEDAMÖTER.....	25
3.3.3	INSTITUTIONELLA ÄGARE.....	26
3.3.4	DYNAMIK	26
3.3.5	KÖN	27
3.4	STYRELSEN	27
3.4.1	DIVERSIFIERING AV STYRELSEN.....	28
3.4.2	RESURSBASERAD SYN	29
3.4.3	EFFEKTIVITET VS BREDD.....	29
3.4.4	STYRELSEN SOM TEAM	30
3.5	LAGAR OCH REKOMMENDATIONER	33
3.5.1	REGLER FÖR INFORMATIONSSPRIDNING	33
3.5.2	NOMINERINGSPROCESSEN AV NYA STYRELSELEDAMÖTER.....	35
3.5.3	REGLER FÖR VAL AV STYRELSELEDAMÖTER.....	35
3.6	AKTIER OCH KAPITALMARKNADEN	37
3.6.1	BRANSCHINDELNING.....	37
3.7	SAMMANFATTNING AV TEORIKAPITEL	38
4	EMPIRI.....	40
4.1	KARTLÄGGNING	40
4.2	TEST AV DATAMATERIALET	44
4.2.1	TEST AV KÖN.....	44
4.2.2	TEST AV ÅLDER.....	45
4.2.3	TEST AV NATIONALITET	45
4.2.4	TEST AV UTBILDNING	45

4.2.5	TEST AV OBEROENDE MOT FÖRETAGET.....	46
4.2.6	TEST AV OBEROENDE MOT AKTIEÄGARNA	46
4.2.7	TEST AV UTÖKAD STYRELSE.....	46
4.3	STYRELSEINTERVJUerna	46
4.3.1	EGENSKAPER	47
4.3.2	SAMMANSÄTTNING	48
4.3.3	NOMINERINGSPROCESSEN.....	50
4.3.4	OBEROENDE/BEROENDE STYRELSELEDAMÖTER	50
4.3.5	STYRELSENS INVERKAN PÅ KURSEN	51
4.3.6	INTERVJU MED AKTIEANALYTIKER.....	51
4.4	SAMMANFATTNING AV EMPIRIN.....	52
5	ANALYS	54
5.1	TEORIER OCH INTERVJUER	54
5.2	STATISTISK ANALYS, KARTLÄGGNING OCH TEORIER	57
5.3	INTERVJU VS STATISTISK ANALYS	60
5.4	SAMMANFATTNING AV ANALYS.....	61
6	SLUTSATS	63
6.1	SLUTSATSER.....	63
6.2	FÖRSLAG TILL FRAMTIDA FORSKNING STUDIER	64
	KÄLLFÖRTECKNING.....	65
	PUBLICERADE KÄLLOR	65
	BÖCKER.....	65
	ARTIKLAR.....	66
	ANDRA PUBLICERADE VERK	67
	ÅRSREDOVISNINGAR 2003 OCH 2004	67
	PRESSRELEASES.....	67
	KALLELSER TILL BOLAGSSTÄMMOR.....	69
	ELEKTRONISKA KÄLLOR.....	70
	MUNTliga KÄLLOR	73
	TABELLER	74
	FIGURER.....	74
	BILAGA	75

1 INLEDNING

I detta kapitel beskriver vi bakgrunden till ämnesområdet, motivering av ämnesval och utredningsplanens inriktning. Kapitlet inleds med en kort redogörelse av bakgrunden till ämnesvalet och framhäver vad som hänt fram till idag inom området. Därefter redovisas problemformulering, syfte och utredningens avgränsningar. Avslutningsvis följer en övergripande disposition. Syftet med detta kapitel är att skapa en överblick samt att sätta in utredningen i ett generellt sammanhang.

1.1 BAKGRUND

Corporate Governance, eller bolagsstyrning, syftar framför allt till att bevaka aktieägarnas intressen i bolaget. Styrelsens främsta uppgift är att tillsätta och avsätta ledningen för bolaget, men har på senare år utökats till att även omfatta strategiarbete. I och med att styrelsens roll har utvidgats har även den enskilde styrelseledamotens ansvar gentemot bolaget ökat, både juridiskt, ekonomisk och moraliskt.

Den senaste tidens företagsskandaler i bland annat Italien, USA och Sverige har naturligtvis skadat allmänhetens förtroende för bolag och deras ledning, inte minst exempel som Skandia. Konsekvensen av dessa händelser påverkar alltid aktieägarna och en diskussion har därför uppkommit om följderna av misslyckad Corporate Governance vilket har bidragit till ökat intresse för ämnet.

Forskare har naturligtvis sökt efter svar på vad som gått fel i dessa bolag. Enligt Ingley anser vissa forskare att grunden ligger i bolagens regler, normer och processer, att dessa påverkat personal och ledning och därmed lett till ett icke önskvärt beteende hos ledningen.¹ Ingley anser istället att man kan återfinna kärnan till problemet i bolagsstyrningen och som ett resultat av styrelsearbetet och ledarskapet.² Detta är en förklaring till varför allt större fokus ligger på sammansättningen av styrelsen och dess medverkan i bolagsstyrningen. Aktieägarna vill ha en ökad effektivitet av styrelsearbetet och bättre bolagsstyrning, något som ökad diversifiering av styrelsen möjligen kan

¹ Healy, J. (2002)

² Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003a)

åstadkomma.³ Företag har därför under de senaste åren blivit allt mer pressade av institutionella investerare och aktieägare att nominera styrelseledamöter med olika bakgrund och expertis. Deras hypotes är att diversifiering leder till en mindre trångsynt beslutsprocess och större öppenhet till förändring och därmed bättre beslut.⁴

1.2 PROBLEMDISKUSSION OCH PROBLEMFORMULERING

I diskussionen om Corporate Governance uppkommer vanligen en ovisshet om vilken relation som finns mellan Corporate Governance och bolagets ”framgång”. Svårigheter med att mäta kvalitativa aspekter på framgång gör att forskningen har inriktat sig på kvantitativa aspekter, oftast med finansiell anknytning. Att ett bolags styrelse fyller en viktig funktion och att den kan påverka bolaget råder det inget tvivel om, men svårigheten är att koppla styrelsens betydelse till bolagets framgång, på grund av fördröjningseffekter och orsak-verkansamband.⁵ Hur styrelsen långsiktigt spelar en roll för företagets lönsamhet är därför ingen självklarhet. Styrelsens uppgift är bland annat att utse en ledning för bolaget och att vara ett bollplank till denna.⁶ En styrelse som kan fatta bra beslut bör kunna tillsätta en bra ledning, vilket leder till bättre resultat för bolaget.

Forskare inom olika discipliner hävdar att en grupp, till exempel en styrelse, som är differentierad tenderar att fatta bättre beslut.^{7 8} Detta skulle då innebära att en differentierad styrelse indirekt via ledningen skulle kunna påverka bolagets framgång. Ett enkelt recept på hur en överlägsen styrelsesammansättning bör se ut kan inte existera då denna nu skulle ha varit känd och snabbt imiterad av andra. Om en diversifierad styrelse har större tilltro på marknaden skulle marknaden reagera snabbt på detta, förutsatt att den är effektiv. De som arbetar med att värdera företag väger in en mängd olika faktorer och gör en summerad bedömning, och det är därför intressant att utreda huruvida de ser till styrelsens sammansättning.

Vi vill undersöka huruvida en mer eller mindre diversifierad styrelse påverkar företaget genom att studera förändringar i styrelsens sammansättning och hur det tolkas av marknaden. Mer specifikt vill vi titta på styrelsens sammansättning före och efter bolagsstämman, då vissa ledamöter byts

³ Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003a)

⁴ Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003a)

⁵ Korac-Kakabadse, N., et al. (2001)

⁶ Intervju med Michael Treschow (2005-05-16)

⁷ Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003a)

⁸ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997)

ut, och se huruvida marknaden har reagerat på dessa förändringar uttryckt i förändring i aktiekursen. Den huvudsakliga frågeställning vi vill besvara lyder:

”Bidrar en diversifierad styrelse till företagets framgång?”

Och som bifrågeställning;

”Hur värderas styrelsens sammansättning i teori och praktik?”

1.3 SYFTE

Undersökningens syfte är att bidra till forskning om sammansättningen av Sveriges styrelser och dess påverkan på bolagets framgång.

1.4 AVGRÄNSNINGAR

Uppsatsen ämnar undersöka alla de 53 företag som är noterade på Stockholmsbörsens A-lista. Trots skillnader i Corporate Governance, såsom ägarstruktur, mellan olika länder är förhoppningen att teorier gällande i dessa länder även är applicerbara på svenska företag.⁹ Styrelsens funktion i bolaget kommer inte att diskuteras, utan fokus ligger på styrelsens värde för bolaget. Vad det gäller informationen om varje ledamot har begränsning skett till vissa enkla variabler såsom, kön, utbildning, ålder, nationalitet och oberoende/beroende. En utökning av dessa hade inneburit avsevärt mycket mer arbete och ett stort bortfall skulle säkerligen förekomma. En sista avgränsning är att endast titta på aktiekursen kring ett specifikt datum, offentliggörandet av information om nya styrelseledamöter, samt sex dagar kring detta datum. Undersökningen omfattar endast bolagsstämmor som ägde rum 2004.

1.5 MÅLGRUPP

Framförallt bör uppsatsen vara av intresse för svenska bolag, särskilt de noterade på A-listan, samt deras ledning och styrelse. Även den del av allmänheten som innehar aktier i dessa bolag, eller som har ett intresse av aktiemarknaden, bör finna ett värde i uppsatsen och dess resultat. Vår önskan är att även kunna göra ett bidrag till forskningen inom området.

⁹ Kodgruppen, Justitsiedepartementet, SOU 2004:130

1.6 TIDIGARE FORSKNING

Flera försök har gjorts för att finna samband mellan bolagsstyrelsen och någon form av framgång för företaget. Flera undersökningar har gjorts på olika delar av styrelsens sammansättning, till exempel styrelsens storlek, ledamöternas bakgrund, styrelseledamöternas oberoende samt om verkställande direktör och styrelsens ordförande är olika personer.¹⁰ Merparten av forskningen som bedrivits inom området har främst skett i USA, men även i andra delar av världen. I Sverige har det trots ämnets aktualitet, bedrivits relativt lite forskning.¹¹

Trots den mängd forskning som har gjorts ger studierna väldigt skiftande resultat och forskarna kan inte enas om en gemensam bild om huruvida styrelsen kan bidra till bolagets resultat. Detta är något som uppmärksammas vid genomgång av tidigare forskning. Grunden till dessa meningsskiljaktigheter ligger ofta i undersökningens karaktär eftersom resultatet beror på vilka faktorer som man tar i beaktning vid undersökningen. Vanliga skillnader i forskningen bottnar i val av metodik och begreppsbruk samt en variation av hur man mäter styrelseegenskaper och framgång. Ofta ignoreras gruppdyamikens inverkan, kontextuella faktorer eller komplexiteten i styrelsearbetet då dessa är svårundersökta.¹²

Merparten av den forskning som gjorts inom området har inte kunnat finna något klart samband mellan styrelsen och företagets framgång, dock med ett fåtal undantag.¹³ I tidningen Business Europe menar man att bolagen har mycket att tjäna på att förbättra sin Corporate Governance, enligt en undersökning gjord av managementföretaget Mckinsey kan aktiens värde höjas med 20 % om värderare anser att bolaget är "well-governed". Enligt artikeln finns det en del åtgärder företaget kan vidta för att förbättra sin Corporate Governance. Främst innebär det att bolaget ska betala styrelsen bättre för att öka ansvaret och att kontinuerligt utbilda dem.¹⁴ Fler artiklar om tidigare forskning kommer senare i uppsatsen att kortfattat återge de delar som vi anser har störst relevans för denna undersökning.

¹⁰ Heracleous, L. (2001)

¹¹ Samtal med Matts Kärreman (2005-04-18)

¹² Heracleous, L. (2001)

¹³ Heracleous, L. (2001)

¹⁴ Business Europe, Ledarsidan - U.A (2001)

2 METOD

I detta kapitel redogörs för hur vi kommer att genomföra utredningen samt förklara och motivera våra val och ställningstaganden. Med hjälp av den valda metoden ska vi samla in primär- och sekundärdata som i ett senare skede ska analyseras. Detta kommer sedan att ligga till grund för att besvara vår problemställning.

2.1 VAL AV ÄMNE

Inför skrivandet av denna uppsats hade vi ett antal önskemål som var viktiga för oss. Vi ville ha ett ämne som var aktuellt, hade ett stort nyhetsvärde och ett område med potential för vidare forskning i Sverige. Dessutom ville vi att det skulle vara kopplat till strategi och ledning. Ämnet tilltalade oss med tanke på den debatt som har förts generellt om jämställdhet och mångfald i samhället, särskilt i svenska bolag och deras styrelser.

2.2 GRUNDHYPOTES

Inför påbörjandet av denna undersökning hade vi en grundhypotes vilken grundar sig i att en diversifiering av styrelser skulle vara positivt för bolagets framgång. För att förtydliga skulle det innebära att en mer diversifierad styrelse bland annat kan representeras av;

- en jämnare könsfördelning
- större variation av utbildningsbakgrunder
- flera nationaliteter
- större spridning i åldersstruktur
- ökad grad av oberoende gentemot ägare och företag

Denna hypotes har under hela processen varit en stomme i den undersökning som har bedrivits och avspeglar sig därigenom i vår problemformulering. Avsikten är att undersökningen antingen skall stödja eller förkasta denna hypotes.

2.2.1 VAL AV PERSPEKTIV

"Perspektivet fungerar som en lins genom vilken utredaren betraktar verkligheten och väljer de aspekter som bedöms vara relevanta och viktiga samt tolkar verkligheten".¹⁵

Arbetet med denna uppsats kan ses genom fyra olika perspektiv. Det första perspektivet är kartläggningen av styrelserna och den statistiska analysen. De andra tre perspektiven kommer till känna genom de intervjuer vi har utfört. *Erfarna styrelseledamöter* ser på styrelsen och dess sammansättning inifrån, medan *Valberedningsledamoten* ser på styrelsens utformning främst från de största ägarnas sida. *Aktieanalytikern* ser på styrelsens värde för aktiemarknaden. Dessa fyra perspektiv kommer att ligga till grund för uppsatsen syn på styrelsens diversifiering.

2.2.2 VAL AV UNDERSÖKNINGSOBJEKT

Det finns ett 100-tal noterade bolag på Stockholmsbörsens olika listor. Vi har valt att fokusera på de 53 företag som var noterade på Stockholmsbörsens A-lista under 2003/2004. Anledningen till att vi har valt A-listans bolag är att dessa har en storlek, omsättning och ålder som minskar fluktuationerna på aktien. Företagen på A-listan antas även ha bolagsstämmovalda ledamöter som representerar en bredare styrelse än till exempel nystartade företag. På A-listan finns dessutom av de bolag som representeras i "Mest omsatta-listan", de företagen med störst intresse på marknaden och därför borde vara mest lämpliga för vår uppsats. Genom att undersöka alla bolag på A-listan har vi dessutom möjlighet att undersöka hela populationen istället för ett stickprov.

Stockholmsbörsen ställer ett antal krav på de företag som är noterade på börsen. Högst krav, vad det gäller styrelse och ledning, ställs det på företag på A-listan. Dels finns det krav inför noteringen men även fortlöpande krav för att få stanna kvar på A-listan. Vi antog att information om företagen skulle finnas lättillgänglig genom informationsavdelningar, hemsidor och offentliga register av olika slag. För att undersöka hur nominering till styrelser går till och deras självbild ser ut valde vi att intervjua personer med olika erfarenheter av noterade bolag och styrelser, en aktieanalytiker, fyra erfarna styrelseledamöter, en valberedningsledamot och en företrädare för aktieägarna. Aktieanalytikern valdes ut med grund i Affärsvärldens senast publicerade ranking 2004 där han placerade sig som bästa analytiker totalt.¹⁶ Företaget han representerar blev utsett till bästa Analyshus.¹⁷ Aktieägarrepresentanten är verkställande direktör för Sveriges största förening som företräder småsparare. Val av valberedningsledamot och styrelseledamöter grundas på ett

¹⁵Lundahl, U., Skärvad, P-H (1999)

¹⁶ Edling, L. (2004-11-02)

¹⁷ Edling, L. (2004-11-02)

antal kriterier: valberedningsledamoten ska ha suttit med i minst fem nomineringskommittéer och företräda en storägare. Erfarna styrelseledamöter är personer som länge har förekommit i Sveriges näringsliv och som sitter i minst tre styrelser var.

Vi har valt förändring i aktiekursen som ett indirekt mått på framgång. Det är främst de professionella aktievärderarnas bedömningar av bolagen som bestämmer kursen. Därför borde aktiemarknaden reagera på förändringar i styrelsens sammansättning. Detta ger en potentiellt god möjlighet att snabbt mäta hur styrelsens sammansättning påverkar dess framgång och låter oss därmed kunna bortse från fördröjningseffekter. Ledamöter byts framförallt ut i samband med företagets bolagsstämma. Dessa ledamöter presenteras i samband med kallelsen till bolagsstämman eller i en pressrelease något innan kallelsen går ut. Det är runt detta datum som vi vill undersöka börskursens variation. Börskursen borde reagera snabbt vid detta offentliggörande eftersom vi kan antas ha en effektiv marknad i Sverige.^{18 19} Det kan dock ta ett tag för börskursen att stabilisera sig vilket gör att vi bör mäta vid fler tillfällen efter offentliggörandet. För att eliminera betydelsen av konjunkturer och övriga händelser vill vi rensa dessa data genom att kompensera för branschindex.

2.3 VAL AV ANSATS

Ett tidigt ställningstagande i undersökningsarbetet var huruvida ansatsen skulle vara normativ eller deskriptiv och vad undersökningen skulle grundas på; teori eller empiri. För att genomföra den tänkta studien var vi tvungna att tidigt i uppsatsarbetet bestämma oss för att undersökningen skulle vara deskriptivt utformad. Vi ville beskriva hur de nämnda förhållandena mellan styrelse och aktiemarknad ser ut²⁰ samt få fram relevanta och sanningsnära data. Den intensiva utformningen på undersökningen, där man försöker få förståelse för förhållandet mellan undersökningsenheten (företagens styrelser) och den kontext som undersökningsenheten ingår i (aktiemarknaden), passade därför bra.²¹

Vi valde att utgå ifrån de teorier om Corporate Governance och team som stödjer antagandet att en heterogent sammansatt grupp presterar bättre än en homogent. Sedan avsåg vi testa detta, dels mot våra resultat av dataundersökningen och dels mot intervjupersonernas åsikter. Denna

¹⁸ Mailkorrespondens med Hans Byström (2005-04-25)

¹⁹ Intervju med Björn Jansson (2005-04-24)

²⁰ Jacobsen, D. I. (2002)

²¹ Jacobsen, D. I. (2002)

undersökning har alltså en deduktiv ansats, vi testar teorin genom dels dataanalys och dels genom intervjuer. Beskrivning av den deduktiva ansatsen är ”att man har en teori som man vill pröva, bekräfta eller avvisa på vissa data”. Således går man från det ”generella till det speciella”.²²

En stor del av undersökningen har varit av kartläggande karaktär, då vi har samlat in stora mängder information om styrelsernas sammansättning i praktiken. Ur kartläggningen kan vi identifiera hur styrelserna ser ut och använda data till att analysera och dra slutsatser.

2.4 VAL AV UNDERSÖKNINGSMETOD

Denna undersökning kommer att bestå av både en kvalitativ och en kvantitativ undersökningsmetod. Detta eftersom undersökningen består av två skilda områden. Dels består den av olika variabler/egenskaper hos styrelseledamöterna och börskurser och dels av intervjuer och åsikter hos personer insatta i styrelsearbete. Användandet av såväl kvalitativa som kvantitativa metoder ger utredningen en möjlighet till olika vinklingar och en större reliabilitet.

I vår kartläggande undersökning av styrelsens sammansättning kommer delar av materialet och framförallt resultatet att beskrivas i siffror. Av denna anledning används den kvantitativa metoden vid analys av vårt datamaterial. En mer utförlig beskrivning av utformandet av datainsamlingen presenteras i nästa kapitel och dataanalysen presenteras närmare i empirin.

Med hjälp av kvalitativa metoder undersöker vi individers attityder och förhållningssätt till diversifiering av styrelser.²³ Intervjupersonerna har valts ut efter en grundlig genomgång av representativitet och relevans för undersökningen

2.5 VAL AV TILLVÄGAGÅNGSSÄTT FÖR DATAINSAMLING

Nästa ställningstagande rörande undersökningen är hur datainsamlingen ska utföras, vilket vid alla empiriska undersökningar är ett viktigt beslut.²⁴ Det finns olika sorters data, primärdata eller sekundärdata. Huruvida data är primär eller sekundär kan avgöras genom att bedöma källans

²² Rienecker L., Stray Jörgenssen, P. (2004) s. 160

²³ Rienecker L., Stray Jörgenssen, P. (2004)

²⁴ Lundahl, U., Skärvad, P.-H. (1999)

närhet till informationslämnaren.²⁵ Sekundära data är det samlade namnet för data som inte är insamlad primärt för den egna studien.²⁶ Datainsamling kommer att ske både i form av insamling av primärdata som sekundärdata.

2.5.1 PRIMÄRA KÄLLOR

Denna uppsats belyser tre olika perspektiv genom intervjuer. Således är de primära källorna av stor vikt för undersökningen. Intervjuerna med styrelseledamöterna och nomineringskommittémedlemmen syftar till att uppnå en kartläggning av valberedningars agerande och prioritering. Intervjupersonerna kan kategoriseras på följande sätt:

Styrelseledamöter	Michael Treschow Claes Dahlbäck Peggy Bruzelius Caroline Sundewall
Nomineringskommitté	Per Rudman, Nordea Fonder
Aktieanalytiker	Björn Jansson, SEB Enskilda Securities
Aktiespararnas representant	Lars-Erik Forsgårdh, Aktiespararna

I denna undersökning har vi använt oss av semistandardiserade intervjuer²⁷, vilket är en blandning av två intervjuformer.²⁸ Vi har förberett frågor och i vissa fall även skickat ut dessa i förväg till respondenten, samtidigt som vi vid intervjutillfället har ställt följdfrågor för att förtydliga och fördjupa vissa frågor. Till dessa sju personer ställdes till en början samma frågor. Frågorna rörde främst styrelsens kompetens, sammansättning, värde för bolaget, effektivitet och bredd. Vi ställde också frågor om nomineringsprocessen för styrelseledamöter. Sedan fick var och en även svara på specifika frågor om det område de hade mest erfarenhet av. Detta har lett till att intervjuerna skiljer sig från varandra i såväl utformning och innehåll.

Alla intervjuer, förutom en som gjorts per mail, har gjorts per telefon och har spelats in på Mini Disc för att kunna återges korrekt i text. De 15 frågorna tog drygt 15 minuter. De flesta av våra intervjupersoner befann sig i Stockholm och telefonintervjun var därför fördelaktig ur flera

²⁵ Patel, R., Davidsson, B. (1994)

²⁶ Lundahl, U., Skärvad, P.-H. (1999)

²⁷ Lundahl, U., Skärvad, P.-H. (1999)

²⁸ Andersen, I. (1998)

perspektiv.²⁹ Tolkningsfrågor kan uppkomma då det handlar om att klassificera olika personers svar på samma fråga. För att underlätta tolkningen har åtminstone två författare till denna uppsats medverkat vid varje intervju. Efter genomförd intervju har inspelningen transkriberats

Vid ett fåtal speciella problem i undersökningsprocessen har vi tagit hjälp av experter på olika områden. Dessa har fungerat som rådgivare i specifika kunskapsområden. Vilka de är och vad de hjälpt till med kommer att framgå av noter och källförteckning.

2.5.2 SEKUNDÄRA KÄLLOR

I denna uppsats kommer en stor del källor från sekundärdata att användas. Dessa har kategoriserats i tre kategorier; processdata, bokföringsdata och forskningsdata.³⁰

Vi använde i stor utsträckning *processdata* från de inblandade företagens hemsidor. En annan källa var pressreleaser där det i vissa fall presenteras uppgifter om styrelseledamöterna. Vi har även använt oss av artiklar funna via diverse pressökmotorer³¹, där det funnits information om personerna i fråga. I vissa fall har vi blivit tvungna att både ringa och maila informationsansvariga på företagen för att minimera bortfall av information. Det är inte ovanligt att styrelseledamöter även är ledamöter i andra företag som inte är noterade på A-listan, varifrån vi även fått kompletterande information.

Bokföringsdata är namnet på olika sorters register, såsom Affärsdata och Stockholmsbörsens statistik över historiska börskurser.

Forskningsdata inhämtades från en forskargrupp vid Ekonomihögskolan med Claes Svensson och Mats Kärreman i spetsen. Tack vare deras material har vi enklare kunnat identifiera ledamöterna i bolagsstyrelserna

2.5.3 TEORETISKA KÄLLOR

Största delen av de teorier som används i denna uppsats kommer från litteratur och artiklar som rör team, Corporate Governance och aktievärdering hämtade från Lunds Universitets databas Elin och Ekonomihögskolans bibliotek.

²⁹ Holme, I., Solvang, B. (1997)

³⁰ Andersen, I. (1998)

³¹ www.presstext.se, www.medicarkivet.se

2.5.4 GENOMFÖRANDE AV DATAINSAMLINGEN

Den största delen av undersökningen, och tillika den överlägset mest tidskrävande, var att undersöka samtliga A-listade företagsstyrelser sammansättning före och efter bolagsstämman 2004. Syftet med att undersöka sammansättningen både före och efter var att kunna studera förändringar och dess inverkan på aktiekursen. 42 av 53 företag på A-listan genomförde en förändring i styrelsens sammansättning år 2004. Vi valde dock att ta med alla företag, dels för att få fullständigt informationsunderlag, och dels för att kunna jämföra företag med förändring i styrelsen med företag utan förändring.

Första steget var att ta reda på alla företag som var noterade på A-listan våren 2004, vilket gjordes med hjälp av information från Stockholmsbörsen.³² Därefter påbörjades insamlingen av namn på de styrelseledamöter som satt innan bolagsstämman genomförts respektive efter bolagsstämman. Där listades alla ledamöter kopplade till respektive företag. Företagen kopplades även till sin bransch enligt Global Industry Classifications Standard (GICS).³³ Mer information om denna branschklassificering återkommer i kapitel 3.6 i teoriavsnittet.

Totalt rör sig vår population om 356 ledamöter fördelade på 430 ledamotsplatser. Nästa steg blev att bestämma vilka egenskaper vi avsåg att mäta hos alla styrelseledamöter. När vi skulle bestämma detta fick vi göra en avvägning för vad som är relevant för uppgiften samt vad som är realiserbart. De egenskaper som vi valde att undersöka var kön, ålder, nationalitet, utbildning samt oberoende. Det enda sättet att finna information var genom att främst använda oss av lämplig sekundärdata. Kön, ålder och nationalitet är relativt okontroversiella och offentliga uppgifter, och var därför lättast att samla in. Uppgifter om utbildning var däremot svårare att återfinna och även mer svårtolkade i vissa fall. Vi fann tvetydig information om utbildningsgrad och inom vilka discipliner vissa ledamöter studerat. Vi valde därför att göra en subjektiv bedömning från fall till fall, vilket förklaras utförligare längre fram. Inom svensk Corporate Governance finns två olika typer av oberoende, dels gentemot företaget och dels gentemot de större aktieägarna.³⁴ Vi valde att undersöka båda typerna av oberoende hos ledamöterna.

³² <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/stocklist.aspx?list=SSE1&group=Kursnoteringar&listname=A-lista%20samtliga>

³³ <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/indice.aspx?list=SSE26&group=Kursnoteringar&listname=Swedish%20Indices>

³⁴ Kodgruppen, Justitsiedepartementet SOU 2004:130

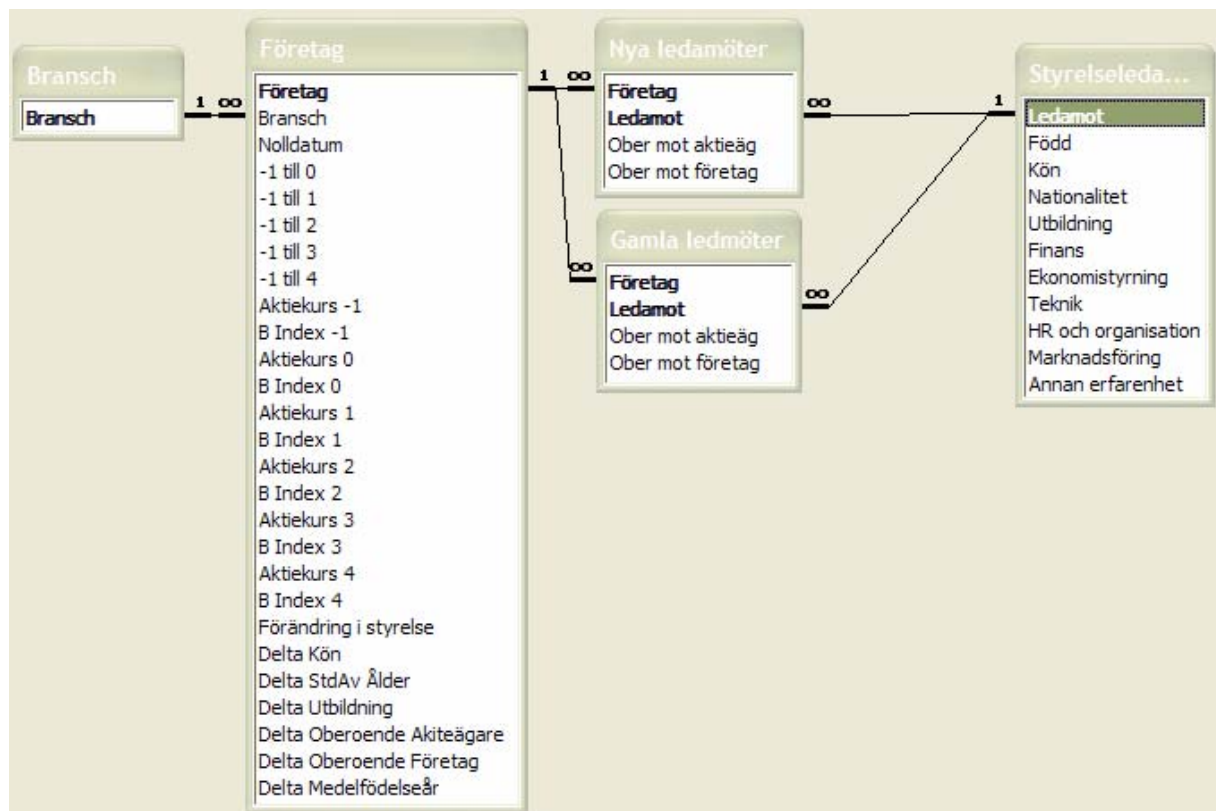
De flesta variabler var lätta att kategorisera i diskreta steg. Den svåraste variabeln att kategorisera var utbildning som behövde modifieras något för att passa in i databasen. Vi behövde därför skapa ett antal grupper av utbildningar för att kunde jämföra dem med varandra. Dessa grupper måste vara så heltäckande som möjligt, att alla ledamöterna kan passa in i någon grupp, men samtidigt inte kategorisera för trubbigt för att datamaterialet skulle bli oanvändbart. Vi identifierade 14 kategorier som sedan kunde kombineras med varandra eftersom ledamöterna kunde ha kombinationer av flera utbildningar. Detta gjorde att vi kunde täcka merparten av alla representerade akademiska discipliner. Endast ett fåtal hamnade utanför mallen och kategoriserades i övrigt (exempelvis agronomer). Ett antal styrelseledamöter hade endast hederstitlar vilket vi tolkat som frånvaro av akademisk utbildning om inget annat angivits. I 53 fall saknades information om utbildning, vilket alltså kan vara såväl att ledamoten helt saknar akademisk utbildning som att vi inte har funnit denna information.

2.5.5 UPPFÖRANDET AV EN DATABAS

Av flera skäl ansåg vi det nödvändigt att uppföra en Accessdatabas, se *Figur 1*. Dels på grund av den mängd information vi samlade in, dels för komplexiteten i informationen (vissa ledamöter satt i flera styrelser) samt möjligheten för oss att snabbare kunna söka efter nödvändig informationen för respektive test vi ville göra. När all data var insamlad bestod databasen av cirka 8500 dataposter. Tack vare databasen uppnådde vi dessutom större flexibilitet och behövde inte låsa oss till de tester vi ursprungligen hade tänkt utföra på datamängden.

Namnen på samtliga ledamöter i databasen kodades med hänsyn till PUL³⁵ och på grund av att informationen kunde klassas som känslig. Vi hanterade därefter databasen med stor försiktighet för att den inte skulle hamna i fel händer.

³⁵ Personuppgiftslag (SFS 1998:204)



Figur 1 Relationer i databasen

2.5.6 INSAMLING AV BÖRSKURSER OCH BRANSCHTRENDER

För att mäta framgång i företaget, eller snarare analytikernas syn på tänkbar framgång, studerades aktiekursens påverkan. De datum som var relevanta för undersökningen var givetvis de datum då de nya ledamöterna presenteras. Denna information hittades antingen i pressreleaser eller på respektive företags hemsida.

Då dessa datum hade identifierats letade vi upp börskurser för alla företag på A-listan. Dessa hittades på Stockholmsbörsens hemsida.³⁶ Vi valde att inhämta information om kursen för ”senast betalt”. Denna kurs avspeglar på bästa sätt den mest relevanta kursen som två parter har kommit till avslut med.³⁷ De andra kurserna såsom sälj eller köp kan över- respektive undervärdera aktiens värde.³⁸ De registrerade kurserna avspeglar således dagens sista transaktion. I och med att vi inte vet vid vilken tidpunkt på dygnet som informationen om nya ledamöter offentliggjordes, samt för att ha en kurs att kunna jämföra mot, måste vi ha information om ”senast betalt” dagen innan informationen blev offentlig. Därefter samlade vi in information om

³⁶ <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/slutkurser/>

³⁷ Mailkorrespondens med Henrik Acklén (2004-05-11)

³⁸ Mailkorrespondens med Henrik Acklén (2004-05-11)

kursens förändring från dagen innan informationen kom allmänheten tillhanda, till fyra dagar efter. Ibland reagerar marknaden starkt på ny information och svängningar i kursen uppstår om inte marknaden är tillräckligt effektiv.³⁹ Den tid vi valde ansågs rimlig för att aktien ska ha kunnat ”svänga in”.^{40 41} Vi valde att studera procentuella förändringar från dag -1, det vill säga dagen innan offentliggörandet, till dag 0 och från dag -1 till dag 1 och så vidare. Detta betyder att vi alltid har använt dagen innan informationen offentliggjordes som bas.

För att kunna utröna om det finns någon skillnad mellan de olika företagen bör man rensa för trender. Om hela aktiemarknaden har gått bra så har alla aktier haft en positiv utveckling vilket inte kommer att ge oss någon värdefull information. Man kan däremot försöka att rensa bort sådana trender med index. Det enklaste sättet är att rensa bort generalindex. Det finns även branschspecifika index som är allmänt accepterade och använda av analytiker.

Stockholmsbörsen har tillämpat GICS klassificering på svenska börsföretag och räknar även ut individuella branschindex. Med hjälp av dessa rensade vi kurserna. På det sättet kunde vi med större säkerhet utläsa huruvida en akties utveckling varit mer eller mindre positiv relativt branschen. Detta gjorde vi genom att dividera företagets procentuella utveckling med branschens procentuella utveckling under de aktuella datumen. Detta ger oss en kvot något under eller över 1 för respektive tidsserie.

2.5.7 TEST AV DATAMATERIALET PÅ OLIKA VARIABLER

Aktiekursen för fem dagar omvandlades till diskret form. Dessa var indikerade 1 om de förändrat sig bättre än branschindex och -1 om de förändrat sig sämre. Detta var uppmätt för flera dagar så att aktierna hade tid att svänga in enligt tidigare diskussion. För att undersöka huruvida det finns någon korrelation mellan de parametrar vi mätt, de förändringar som skett i styrelsens sammansättning och den relativa aktiekursen var vi återigen tvungna att göra en diskret indelning. Styrelsernas sammansättning behövdes bli klassificerade på varje variabel som mer diversifierad, oförändrat eller mindre diversifierad. Alla företag erhöll på så sätt ett värde på 1, 0 eller -1 för varje variabel beroende på hur sammansättningen hade förändrats. Detta gjorde att vi kunde undersöka alla företag enligt en matris med sex möjliga utfall, se Figur 2.

³⁹ Mailkorrespondens med Hans Byström (2005-04-25)

⁴⁰ Intervju med Björn Jansson (2005-04-24)

⁴¹ Mailkorrespondens med Hans Byström (2005-04-25)

	Sämre (-1)	Oförändrat (0)	Bättre (+1)
Över genomsnitt (+1)			
Under genomsnitt (-1)			

Figur 2 Indelningsmatris för företagen

På så vis kunde vi sedan statistiskt undersöka om det fanns någon signifikant skillnad mellan de olika grupperna av företag och om det fanns någon allmän trend. Detta åstadkom vi med en korstabellering, korrelationstest samt χ^2 -test. Dessa test gör att matrisen i figuren ovan fylls i med det antal företag som hamnar i respektive ruta. Sedan beräknades det om det fanns någon statistisk skillnad mellan grupperna vilket gav oss en signifikansnivå för testets noggrannhet samt en indikering på korrelationen mellan variablerna, det vill säga om det fanns ett positivt eller ett negativt samband. Med signifikansnivå avses i detta fall den säkerhet, med vilken man kan uttala sig om eventuella samband. Har ett test fått en signifikansnivå på större än 95 % sägs testet vara statistiskt säkerställt. Det finns då endast 5 % risk att sambanden kan härstamma ur slumpmässiga variationer. Testerna nedan har fått olika signifikans och dessa redovisas i samband med varje test.

2.6 DEFINITIONER

I denna uppsats förekommer en del olika begrepp vars innebörd kan tolkas olika av läsaren. Därför presenterar vi vår syn och hur vi har definierat dessa nyckelbegrepp i undersökningen.

2.6.1 OBEROENDE/BEROENDE

Oberoende definieras på olika sätt i olika länder. Vi har valt att definiera oberoende i enlighet med den kod för bolagsstyrning som har utarbetats i Sverige⁴²

Styrelseledamotens oberoende gentemot bolaget och bolagsledningen – Nära besläktad med person i bolagsledningen, är eller har under den senaste tiden varit anställd av bolaget, suttit i bolagsstyrelsen mer än 12 år, erhåller ersättning för råd eller tjänster i bolaget eller bolagsledningen eller har andra affärsförbindelser med bolag eller bolagsledning

⁴² Kodgruppen, Justitsiedepartementet, SOU 2004:130

Styrelseledamotens oberoende gentemot bolagets större aktieägare – Ägare som direkt eller indirekt kontrollerar med än 10 % av rösterna.

2.6.2 DIVERSIFIERAD STYRELSE

Definitionen av vad som är en diversifierad eller heterogen styrelse kan endast grunda sig på en subjektiv bedömning. I vissa fall är det uppenbart om ett byte i styrelsen har lett till en mer diversifierad styrelse eller inte, men i de flesta fall går det att argumentera för både och. För att vara så konsekventa som möjligt har vi, utifrån varje fall där ett byte har skett, gjort en genomgång på styrelsens sammansättning innan och efter bolagsstämman. En tydligare mall med kriterier för detta presenteras i Kapitel 4.2. För att göra dataanalysen enklare kommer vi att särskilja variablerna för att göra enkla χ^2 -test. Detta test avgör om det finns någon statistisk grund för att uttala sig om skillnader mellan olika grupper. Testet utformades i samråd med Pierre Carbonnier, Statistiska institutionen, Lunds universitet⁴³ och Anna Lindgren, Matematisk statistik, LTH.⁴⁴

2.6.3 FRAMGÅNG

Vi har valt att titta på företagets aktiekurs relativt branschen som ett mått på framgång. Andra mått kan naturligtvis motiveras, såsom resultatmått, men tillgången till information samt fördröjningseffekter gjorde att vi ansåg att aktiekursen skulle vara ett lämpligt mått på framgång. Framgång har således definierats som en positiv aktieutveckling relativt börsindex.

2.7 VALIDITET OCH RELIABILITET

Validitet handlar om att uppnå så stor överensstämmelse mellan ”de teoretiska begreppen och de empiriska variablerna”⁴⁵, det vill säga om tillvägagångssättet leder till att det råder frånvaro av systematiska fel i mätningarna.⁴⁶ Vanligtvis pratar man om inre och yttre validitet, där inre validitet är om ens mätinstrument mäter den verklighet man avser att studera och yttre validitet handlar om tillvägagångssättet kan ge svar på vårt sökta problem. Kortfattat handlar validitet om huruvida man faktiskt mäter det man har för avsikt att mäta, att undersökningsmetoden har hög giltighet och relevans.

⁴³ Samtal med Anna Lindgren (2005-05.14)

⁴⁴ Samtal med Pierre Carbonnier (2005-05-26)

⁴⁵ Andersen, I., (1998)

⁴⁶ Lundahl, U., Skärvad, P-H (1999)

Diversifiering av styrelser på A-listan är en omfattande studie, med otaliga faktorer som speglar diversifiering. Att försöka mäta alla dessa faktorer är inte rimligt utan vi har försökt beakta de mest relevanta variablerna om vilka information inte varit för svårtillgänglig. Att uppnå 100-procentig inre validitet är dock svårt⁴⁷, men vi anser att de faktorer vi valt och vårt mätinstrument är tillräckligt för att få god inre validitet.

Vår datainsamling kompletterat med intervjuer anser vi vara en tillräckligt god grund för att undersöka vårt problemområde. Även om aktiekursen som mått på framgång kan diskuteras anser vi att den ger en tillfredställande indikation på framgång och att yttre validitet därför uppnås.

Reliabiliteten innebär istället hur säkert och exakt vi mäter och att den inte påverkas av mätmetoden eller vem som utför den.⁴⁸ Vår information är först insamlad, därefter dubbelkontrollerad av oss och avslutningsvis har samtliga företag haft en möjlighet att godkänna uppgifterna. Därför anser vi att reliabiliteten i insamlad data är hög. Dock finns det ett fåtal svagheter i våra insamlade data; uppgift om utbildning saknas på 51 styrelseledamöter. Detta kan naturligtvis bero på att personen i fråga saknar utbildning. Med andra ord innebär avsaknad av information om utbildning antingen att vi inte hitta informationen eller att utbildning saknas. I övrigt kan all information anses som korrekt och trovärdig. Saknaden av information för 51 dataposter ses som ett bortfall men trots detta är vår population tillräckligt stor för att göra statistiska tester och säkerställa vissa trender. Skulle bortfallet bli för stort och därigenom påverka eller förändra den statistiska utkomsten kommer vi att göra en bortfallsanalys.

2.8 KÄLLKRITIK

Vi vill genom detta avsnitt belysa fallgropar vi har identifierat under arbetets gång och redogöra för hur vi har agerat för att undvika att de påverkar vår undersökning. Det finns många orsaker som kan påverka en undersökning av denna karaktär negativt. För att minimera detta har vi regelbundet konsulterat kunniga personer inom relevanta områden.⁴⁹

⁴⁷ Lundahl, U., Skärvad, P-H (1999)

⁴⁸ Andersen, I., (1998)

⁴⁹ Se Källförteckning, Muntliga källor, Rådgivande samtal.

2.8.1 TEORIKRITIK

Vi noterade tidigt att det inte finns mycket skrivet om styrelsesammansättning som helhet. Det är däremot populärt att skriva om till exempel kvinnors betydelse i en styrelse, eller antalet utländska medborgares påverkan i en styrelse.⁵⁰ Vi hade gärna sett mer litteratur som uppvisar hur det ser ut i styrelser som helhet och vilka kompetenser som är efterfrågade. Vi är medvetna om att vi kan ha missat viktiga och relevanta artiklar vilket vi har försökt motverka genom att göra ett flertal sökningar på besläktade begrepp och ord i databasen Elin. Sökningarna har resulterat i ett 50-tal lästa artiklar. Vi har främst använt teorier kring Corporate Governance men vi har även läst in oss på litteratur om team, där man riktar in sig på analys av vilka lämpliga kompetenser som bör ingå i ett framgångsrikt team.

2.8.2 METODKRITIK

Vi fick hjälp med själva namnsamlingen på de flesta styrelseledamöterna av forskare på Ekonomihögskolan som tidigare forskat inom Corporate Governance⁵¹, men utöver det har all datainsamling skett på egen hand. Tillvägagångssättet har baserats på flera kontroller för att minimera eventuella felaktigheter i våra data.

Ett identifierat problem kan vara huruvida vi har undersökt en lagom lång tidsperiod i samband med förändringar i styrelsesammansättningen. Kvantitativa data är något som börsanalytiker direkt kan ta ställning till och därmed agera mer eller mindre omedelbart. De mjukare formerna av information, såsom styrelsens sammansättning, kan däremot tolkas på något olika sätt och reaktion kanske inte uppstår omedelbart.⁵² Eftersom Sverige har en effektiv marknad borde marknaden dock reagera snabbt på ny information, vilket legitimerar vårt val av antal dagar.⁵³

Vi har inte tagit hänsyn till om annan väsentlig information presenterats under de dagar som företagets aktiekurs undersöks. Likväl har vi bortsett från att undersöka om andra incidenter eller händelser ägt rum som kan ha påverkat bransch och som kan ha inverkan på vår studie. Det kan naturligtvis finnas annan information i kallelsen till bolagsstämman såsom förslag till utdelning eller övrig information om årets resultat. Denna presenteras dock vanligtvis tidigare i

⁵⁰ Oxelhielm, L. (2001)

⁵¹ Claes Svensson, Mats Kärreman mfl.

⁵² Intervju med Björn Jansson (2005-04-24)

⁵³ Mailkorrespondens med Hans Byström (2005-04-25)

bokslutskommunikén och bör inte vara någon nyhet för marknaden. Det är ytterst ovanligt att annan ny information som marknaden inte vet om presenteras i kallelsen.⁵⁴

En mätning av börskursen några andra dagar än dem kring kallelsen till bolagsstämman hade inte kunnat påvisa just styrelseförändringens påverkan på aktiekursen. Det finns även en liten risk att ägarna känner till vem som blir styrelseledamot innan pressrelease och därmed får möjlighet att agera innan, vilket resulterar i att marknaden inte reagerar som den skulle ha gjort annars. Insiderlagen, som innebär att alla insiderpersoners transaktioner i det egna bolaget är offentliga, minimerar risken för denna information skulle ha kommit ut innan kallelsen eller pressreleasen.

Genom att rensa börskurserna från branschindex undanröjer vi problemet med att respektive bolags aktie påverkas av den allmänna börsutvecklingen under mätperioden. Ett problem är dock att respektive företag vi undersökt själva ingår och påverkar branschindexet.⁵⁵ Detta gör att företaget faktiskt påverkar indexet självt.⁵⁶ Vi valde att inte försöka rensa branschindex från störningar som det undersökta företaget självt ger upphov till. Denna process skulle vara alldeles för tidskrävande för oss och endast medföra marginella förbättringar. I sin tur leder dock detta till att vi inte kan behålla den relativa kursen som en kontinuerlig variabel utan får göra den till en diskret variabel i form av $[-1,1]$ beroende på om kvoten är större eller mindre än ett. Ingen av fallen följde branschindex exakt om man använder sig av fyra siffrors noggrannhet varför endast två utfall behövs i den nya diskreta variabeln.

Det finns naturligtvis andra egenskaper och omständigheter hos styrelseledamöterna som skulle kunna påverka styrelsens diversifieringsgrad och som vi inte kan undersöka med hjälp av de variabler vi ämnar mäta. Ett exempel på detta kan vara tidigare erfarenheter som förmodligen skulle vara mer relevant än deras utbildning.

Vi har utgått ifrån att själva bytet av en styrelseledamot är neutralt, vilket kanske inte är en självklarhet. I vissa fall skulle det kunna vara ett tecken på instabilitet i bolaget och på så sätt påverka aktiekursen negativt, medan det i ett annat fall kan uppvisa handlingskraft och att man åtgärdar problem och därigenom påverka aktiekursen positivt. Vi har inte heller mätt eller kontrollerat ifall en diversifierad styrelse kan samarbeta effektivt, utan bara undersökt intervjupersonernas syn på detta.

⁵⁴ Intervju med Björn Jansson (2005-04-24)

⁵⁵ Mailkorrespondens med Ida Gustavsson (2005-05-15)

⁵⁶ Samtal med Pierre Carbonnier (2005-05-26)

3 TEORETISK REFERENS RAM

I detta kapitel presenteras uppsatsens teoretiska referensram. Främst kommer denna referensram att behandla Corporate Governance i teorin, styrelsearbete i praktiken enligt tidigare forskning, styrelsens sammansättning och möjliga relationer till företagets framgång. Utifrån detta kommer vi sedan att diskutera kring uppsatsens frågeställning. Avsikten är att förmedla de relevanta teorierna som behövs för att få en helhetsyn på Corporate Governance. Därigenom läggs grunden för analysen av empirin.

3.1 VAL AV TEORIER

Corporate Governance handlar i stora drag om hur bolag ska styras för att på bästa sätt uppfylla aktieägarnas krav på avkastning på sina investerade pengar och bolagets tillväxt. Corporate Governance är nära relaterat till ägarskap, kontroll och relationen mellan ledning, styrelse och aktieägare.⁵⁷

Här redogörs för teorier om styrelsen, dess sammansättning och hur den arbetar. Även teorier om grupp beteende, effektivitet och framgång presenteras. Val av metod motiverar en kort presentation av aktiemarknadens funktion. Relevanta regelverk i Sverige rörande Corporate Governance presenteras för att belysa hur näringsliv och reglerande makt ser på ämnet idag.

3.2 CORPORATE GOVERNANCE TEORI

Det är främst under de senaste femton åren som begreppet Corporate Governance har vuxit fram medan merparten av de underliggande teorierna, såväl som själva området de försöker förklara, har funnits betydligt längre.⁵⁸ Corporate Governance är ett komplext begrepp som kan innefatta såväl juridiska, kulturella, strukturella som ägarskapsrelaterade faktorer. Av denna anledning samt eftersom utvecklingen har skett lokalt och under en kortare tid kan därför relevansen för vissa teorier variera från land till land. På grund av komplexiteten är det stor bredd i de teorier som rör Corporate Governance. Trots detta finns sex mer centrala teorier inom

⁵⁷ Kodgruppen, Justitsiedepartementet, SOU 2004:130 Betänkandet

⁵⁸ Mallin, C (2004)

Corporate Governance; agentteorin, transaktionskostandsteorin, stakeholder-shareholder-teorin, stewardship-teorin, teorin om klasshegemoni och avslutningsvis managerial hegemony teorin.⁵⁹

Inom Corporate Governance brukar man särskilja på två olika system; den angloamerikanska och den kontinentaleuropeiska. Representanter för det angloamerikanska systemet är Storbritannien och USA medan Tyskland vanligtvis representerar Kontinentaleuropa. Det svenska Corporate Governance-systemet brukar klassificeras tillsammans med den kontinentaleuropeiska, även om det finns skillnader även mellan dessa system.⁶⁰

En påtaglig skillnad mellan det angloamerikanska och det kontinentaleuropeiska systemet är ägarstrukturen. I flertalet av de börsnoterade bolagen i USA och Storbritannien är ägarbildens starkt splittrad, medan den i Sverige vanligtvis domineras av ett fåtal större ägare. Ofta engagerar sig dessa större ägare i bolaget och utövar en aktiv ägarroll, bland annat genom att ha representanter i styrelsen för att tillvarata deras intressen.⁶¹

Styrelsesammansättningen skiljer sig även i de två olika systemen. I det angloamerikanska systemet är det inte ovanligt att ett flertal ur ledningen är styrelseledamöter eller att -verkställande direktören även är styrelsens ordförande. I svenska publika bolag får inte verkställande direktören och styrelsens ordförande vara samma person, då den styrande och verkställande makten skall åtskiljas. Det vanligaste i svenska bolag är att styrelseledamöterna är så kallade "non-executive directors" och att endast verkställande direktör ingår i styrelsen som representant från bolagets högsta ledning.⁶²

3.2.1 AGENTTEORIN

Agentteorin, eller principal-agentteorin, förekommer inom många olika företagsekonomiska områden. Teorin bygger på relationen mellan två parter, principalen och agenten, där principalen delegerar arbete till agenten. För att agenten skall utföra arbetet skrivs ett kontrakt där agenten erhåller någon form av belöning. I denna relation finns ett antal konflikter där agenten kan agera opportunistiskt snarare än i principalens intresse. Principal och agent har även olika inställning till risktagande då agenten inte drabbas på samma sätt av risken, samt att de har olika tillgång till

⁵⁹ Mallin, C (2004)

⁶⁰ Kodgruppen, Justitsiedepartementet, SOU 2004:130 Betänkandet

⁶¹ Kodgruppen, Justitsiedepartementet, SOU 2004:130 Betänkandet

⁶² Kodgruppen, Justitsiedepartementet, SOU 2004:130 Betänkandet

information om risken. Agentteorin är därför inriktad på att kontrollera agentens beteende för att uppnå principalens önskemål.⁶³

Principal-agentteorin är applicerbar på olika led inom bolag, men i sammanhang som Corporate Governance är det vanligast att se ledningen som agenter, medan principalen symboliseras av ägarna. Styrelsen uppgift i ovanstående situation blir att kontrollera att de negativa effekterna minimeras och att principalens delegerade arbete blir utfört på bästa möjliga sätt.⁶⁴

3.2.2 TRANSAKTIONSKOSTNADSTEORIN

Transaktionskostnadsteorin behandlar kostnaderna som uppstår då ett arbete utkontrakteras på en annan part och brukar delas upp i kontakt, kontrakt och kontroll. Detta kan vara kostnaderna för en vara eller en service och kan vara både en intern som en extern transaktion för företaget. De interna transaktionerna är bland annat kontroll. Transaktionskostnadsteorin är nära besläktat med Agentteorin. Transaktionskostnader inom Corporate Governance är främst relaterat till då agenten skall kontrolleras av principalen. Teorin grundar sig i opportunistik och att individer agerar med begränsad rationalitet, vilket stämmer väl överens med Agentteorin.⁶⁵

3.2.3 SHAREHOLDER-STAKEHOLDER-TEORIN

Shareholders och stakeholders kan jämföras med aktieägare och intressenter. Synen på dessa två olika kategorier varierar mellan olika länder och påverkar därmed implementeringen av Corporate Governance i olika riktningar. Detta kan härledas ända tillbaka till industrialiseringen och dåvarande juridiska system och ägarstrukturer.⁶⁶

Intressentmodellen har haft stor genomslagskraft i Sverige sedan 60-talet. Den baseras på att alla företags intressenter har en relation och ett beroende till varandra och att alla intressenter därför ska beaktas då viktiga beslut rörande företags framtid skall tas.⁶⁷

En vanlig klassisk syn är att bolag har olika foki; antingen gentemot sina aktieägare eller gentemot sina intressenter (aktieägaren är givetvis också en intressent). Idag är det vanligare att man

⁶³ Hatch, M.J. (1997)

⁶⁴ Mallin, C (2004)

⁶⁵ Mallin, C (2004)

⁶⁶ Mallin, C (2004)

⁶⁷ Bruzelius, L., Skärvad, P-H (2000)

försöker kombinera dessa två foki, genom att maximera aktieägarnas värde och samtidigt försöka tillfredställa ett större antal intressenter.⁶⁸

Trycket på framförallt institutionella ägare har ökat på att aktivt agera och att sätta press på företagen och deras styrelser och att agera utifrån ägarnas intresse istället för utifrån egna intressen.⁶⁹ Genom att vara aktiva aktieägare och direkt kunna påverka styrelse och ledning räknar man med att dessa ska bli mer ansvarstagande för bolaget och därmed kunna maximera aktieägarnas värde. Ovanstående faktorer är även orsaken till att många länder har tagit fram eller håller på att ta fram så kallade Corporate Governance-koder, en sorts förslag på hur man bör behandla Corporate Governance.⁷⁰ Dessa koder kommer vi att behandla i senare avsnitt.

3.2.4 STEWARDSHIP-TEORIN

Denna teori är nära besläktad med shareholder-teorin. Den likställer bolagets ledning med en steward vars uppgift är att ansvara för bolagets tillgångar och vara mottaglig att handla efter aktieägarnas intressen.⁷¹ Denna teori motsäger agentteorin i vissa avseenden. Medan stewardship-teorin förutsätter att stewarden agerar i ägarnas bästa intressen förutsätter agentteorin motsatsen.⁷² Stewardship-teorin förespråkar bemyndigande av ledningen och en delegering av makten inom företaget till ledningens favör. Detta begränsar följaktligen styrelsens och därmed ägarnas, eller principalernas, makt.

3.2.5 TEORIN OM KLASSHEGEMONI

Teorin är ursprungligen en politisk syn där en social grupp utövar makt över en annan. Teorin beskriver företagsledare som en social klass som utövar makt på dem som inte har makt. Inom organisationsteorin studerar man generellt maktförhållanden mellan chefer och anställda.⁷³ Inom Corporate Governance hävdar teorin att styrelse/ledning ser sig själva som en elit som styr företaget och att dessa endast rekryterar eller befordrar likasinnade som passar väl in i deras elitism.⁷⁴

⁶⁸ Mallin, C (2004)

⁶⁹ Mallin, C (2004)

⁷⁰ Mallin, C (2004)

⁷¹ Mallin, C (2004)

⁷² Dulewicz, V., Herbert, P. (2004)

⁷³ Hatch, M.J (1997)

⁷⁴ Mallin, C (2004)

3.2.6 MANAGERIAL HEGEMONY-TEORIN

Managerial hegemony-teorin grundar sig i ett av problemen som framkommer i principal-agentteorin; tillgången på information. Det är ledningen som har aktuell kunskap och information från verksamheten. Ledningen kan sätta sig över styrelsen, vars kunskap och information kan vara bristfällig, och därmed försvaga styrelsens makt och möjlighet att påverka.⁷⁵ Ledningen kan alltså kontrollera vad som egentligen sker i ett företag på grund av att de kontrollerar expertisen, kunskapen och resurserna inom organisationen.

3.3 CORPORATE GOVERNANCE I PRAKTIKEN

3.3.1 UTVÄRDERING AV STYRELSEN

Ett grundläggande problem med kontroll av styrelsearbete är svårigheten att mäta resultaten av arbetet. Collier menar dock att det inte alls är nödvändigt att mäta resultatet av styrelsens arbete för att utvärdera om förändringar måste göras.⁷⁶ Åtgärder i styrelsens sammansättning kan till exempel vidtagas om den avviker från rekommendationer och lagar. En annan form av intern kontroll är klanstyrning där normer och gemensamma värderingar styr arbetet och kontrollerar resultatet.⁷⁷ Alves och Mendes visar i en undersökning att följsamhet inför reglerna för ”best practice” inte har någon koppling till bolagens resultat.⁷⁸ Trots detta finns det åtminstone fyra privata initiativ till att kontrollera och övervaka Corporate Governance i kvantifierade termer. Av dessa tar tre upp styrelsens sammansättning som en viktig parameter medan bara en tar upp styrelsens utbildning. Gemensamt för alla metoderna är att de värderar både ”hård” information, till exempel ledamöternas närvaro, som ”mjukare” information, till exempel beslutsfattande och aktieägarnas rättigheter.⁷⁹ Andra resultat pekar på att styrelsens sammansättning trots allt spelar roll. Dehaene et alii studie fann att styrelsens storlek och andelen externa ledamöter påverkar signifikant positivt på resultatet mätt i ROE. En aspekt på ”best practice” behandlar ledamöternas förhållande till storägare. Författarna diskuterar att många ledamöter oberoende mot företaget är negativt och att ledamöter beroende mot företaget är positivt i generella termer och fann att det är vanligare med byten i företag som presterar sämre och har även en tendens att plocka in fler ledamöter oberoende gentemot företaget.⁸⁰

⁷⁵ Mallin, C (2004)

⁷⁶ Collier J. (2004)

⁷⁷ Ouchi, W.G. (1979)

⁷⁸ Alves, C., Mendes, V. (2004)

⁷⁹ Allen, M. et al (2004)

⁸⁰ Dehaene, A. et al (2001)

Nicholson och Kiel har konstruerat en modell i syfte att hjälpa de styrelser som önskar förbättra sin prestation. De har delat upp förbättringsmöjligheterna i fyra kvadranter. Den första innebär att rollerna mellan ledning och styrelse definieras, något som enligt Nicholson och Kiel leder till ett bättre samarbete dem emellan. Den andra kvadranten, går ut på att förbättra styrelseprocessen. Man tittar på bland annat på rutiner och syftar att förbättra styrelsens struktur och arbetssätt. Genom att förbättra de saker som tas upp i den tredje kvadranten kommer styrelsen att förbättra sin effektivitet och bolagets prestation. För detta krävs en bra mix mellan humant och socialt kapital. Den fjärde kvadranten fokuserar också på det sociala och humana kapitalet, men här snarare att det finns kvar i framtiden och att man har all den kompetens i framtiden som behövs i styrelsen.⁸¹



Figur 3 - Nicholson och Kiel

3.3.2 UTLÄNDSKA LEDAMÖTER

Flera forskare har intresserat sig för betydelsen av utländska ledamöter eller blandningen av nationaliteter. Framförallt framhävs att utländska ledamöter kan vara en tillgång för företagets intressenter och för bolaget självt om bolaget ska expandera utomlands men även att det kan ha betydelse för bolagets organisation, strategiska val och hur företaget leds. En svensk-norsk studie

⁸¹ Nicholson, G., Kiel, G. (2004)

visade att företag med amerikanska ledamöter oberoende gentemot företaget värderas högre än företag utan⁸² vilket även stöds av studier i andra länder som pekat på högre värde för företag med god Corporate Governance.⁸³ Särskilt viktig kan denna resurs bli i ett företag från ett utvecklingsland där den erfarenhet som en västerländsk ledamot kan tillföra bolaget kan bli en unik tillgång gentemot konkurrenter. Mer specifikt verkar det som om utländska ledamöter i utvecklingsländer avråder från orelaterad diversifiering.⁸⁴

3.3.3 INSTITUTIONELLA ÄGARE

Viss forskning inom Corporate Governance intresserar sig för ledamöternas relation till företaget och aktieägarna. Ledamöter beroende gentemot företaget anses inte bli tillräckligt objektiva. Ledamöter med personliga kopplingar till företaget riskerar bli mindre effektiva i sitt agerande. Motargumentet är att ledamöter oberoende gentemot företaget endast bidrar med ett yttre nätverk och inte någon direkt kunskap men påstås ändå påverka företagets performance positivt.⁸⁵ Styrelsens oberoende gentemot företaget har även betydelse för dess förmåga att agera i aktieägarnas intresse, för att undvika intressekonflikter och för att övervaka ledningens arbete. Till exempel visar Bhojraj och Sengupta att kreditvärdigheten på företagsobligationer påverkas positivt av en ökad andel institutionellt ägda aktier och ledamöter oberoende gentemot företaget.⁸⁶

3.3.4 DYNAMIK

Inom Corporate Governance-forskningen diskuteras hur styrelsens arbete påverkas av mjukare faktorer. Mycket intresse visas bland annat för hur styrelsen som grupp fungerar. Gruppdynamiken och kvaliteten på samtalen anses påverka effektiviteten i beslutsfattandet. Letendre antyder att det är mycket svårt att skapa rätt dynamik i team av seniora personer men att ledamöternas personlighet är viktigare än faktisk ”ledamotskompetens”. Dynamiken anses även gynnas av en balans mellan kvinnor och män. Ledamöter med drag som förändringsagenter, konsensusskapare, rådgivare och utmanare i rätt balans är positivt korrelerat med effektivitet i styrelsen. Samtidigt är drag som kontrollanter, konformister, ”cheerleaders”, kritiker och ”caretakers” negativt korrelerat.⁸⁷

⁸² Oxelheim, L. Randøy, T. (2001)

⁸³ McKinsey & Company (2000)

⁸⁴ Ramaswamy, K. Li, M. (2001)

⁸⁵ Kula, V. (2005)

⁸⁶ Bhojraj, S. Sengupta, P. (2003)

⁸⁷ Letendre, L. (2004)

Ytterligare en undersökning mätte kön, styrelsens storlek, oberoendegrad och antal styrelseposter för att hitta korrelation till lönsamhet mätt i resultat och tillväxt över en femårsperiod. Dock kunde inga signifikanta slutsatser dras. Författarna argumenterar att en ökad diversifiering i styrelsen kan bidra till mindre trångsynt beslutsfattande och att styrelsen bättre kan uppfatta behovet av förändring. De kan även mer sannolikt identifiera sig med en diversifierad kundkrets och kan snabbare anpassa sig i komplexa och turbulenta företagsmiljöer. Däremot kan det motsatta gälla för stabila och oföränderliga miljöer. En för bred styrelse kan dock få svårigheter vid beslutsfattande då alla ledamöter inte har samma utgångspunkt, det vill säga det är viktigt att hitta en balans i diversifieringen och effektiviteten.⁸⁸

3.3.5 KÖN

Styrelsernas könssammansättning är också en diversifieringsfaktor som har studerats. Carter et alii undersöker vilken inverkan främst kön men även etnisk minoritet och oberoendeskaps har på företagets såväl kortsiktiga som långsiktiga resultat. Studiens resultat påvisar att fler kvinnor i styrelsen ger ett bättre resultat, såväl som ökad etnisk minoritet och ökat oberoende mot företaget.⁸⁹

Genusperspektivet på styrelser har varit föremål för en långvarig debatt i svenska medier. På grund av det låga antalet kvinnor i styrelserna uppsatte dåvarande jämställdhetsminister Margareta Winberg ett krav med en andel på 25 % kvinnor i styrelserna. Enligt nyligen gjorda undersökningar har inte andelen kvinnor i styrelserna ökat nämnvärt och ligger fortfarande långt ifrån det krav som ställdes upp tidigare.⁹⁰

3.4 STYRELSEN

Teorierna ovan har samtliga påverkat Corporate Governance och har deltagit i utvecklingen av densamma. Vissa teorier avspeglar väsentliga delar av Corporate Governance som vävs samman till en helhet. Nedan kommer vi att gå in lite djupare på teorier som ger en tydligare anknytning till styrelsen som grupp såväl som individerna i styrelsen.

⁸⁸ Ingley, C., et al (2004)

⁸⁹ Carter, D. et al (2003)

⁹⁰ Jacobsson, C. (2005-05-10)

3.4.1 DIVERSIFIERING AV STYRELSEN

En grundläggande hypotes för denna uppsats är att en diversifierad styrelse är positivt för bolaget och kan på lång sikt skapa extra värde. Det går att identifiera tre huvudperspektiv till varför diversifiering är en fördel; det teoretiska perspektivet, det moraliska och filantropiska perspektivet samt det kommersiella perspektivet.⁹¹

Inom det teoretiska perspektivet framhävs framförallt två olika teorier; Agentteorin som vi diskuterat tidigare, och resursbaserad syn som återkommer nedan.⁹² Agentteorin kan, i styrelsesammanhang, bäst beskrivas genom att ledamöterna tar tillvara på aktieägarnas intresse i den intressekonflikt som annars förekommer. En diversifiering av styrelsen med avseende på oberoende gentemot aktieägare skulle därför bättre kunna ta tillvara på aktieägarnas intressen. De oberoende ledamöterna har inget egenintresse i företaget som kan störa beslutsprocessen och arbetar därmed effektivare.

I den resursbaserade synen kan styrelsen ses som en strategisk resurs, framförallt som en länk mellan företagets egna resurser till dess externa resurser, som till exempel anskaffande av kapital, förmedling och relationsskapande med andra personer i lednings- och styrelsepositioner eller en förbindelse med konkurrenter och marknaden.⁹³ I denna kontext leder diversifiering av styrelsen till att ledamöterna blir en större resurs genom bredare bakgrund, kunskapsbas och erfarenheter.

Det moraliska perspektivet innebär främst att företaget har ett visst åtagande gentemot sina ägare och gentemot samhället. Representativt ägarskap innebär att styrelsen är en spegelbild av företagets ägarskap, och eftersom ägarskapet i publika bolag oftast är brett ska även bolagets styrelse vara differentierad. En annan aspekt på det moraliska perspektivet är företagets relation till samhället i stort, eller till alla andra intressenter, där de har socialt ansvar. Företag är måna om att framhäva att de inte diskriminerar eller på annat sätt motarbetar diversifiering. Därigenom kan uppvisandet av en differentierad styrelse ge företaget legitimitet och integritet vilket samhället uppskattar och eventuellt belönar.⁹⁴

Det tredje perspektivet är alltså det kommersiella, vilket av vissa anses som det viktigaste perspektivet. Det är framförallt i USA som det kommersiella perspektivet är djupast förankrat,

⁹¹ Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003b)

⁹² Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003b)

⁹³ Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003b)

⁹⁴ Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003b)

starkt på grund av demografiska variationer i såväl arbetsmarknad som konsumentmarknad. Det är tydligt att ett bolag som har antingen en stor del anställda kvinnor eller har en produkt som riktar sig mot kvinnor, av affärsmässiga skäl, ofta är mer representativa i sina styrelser i fråga om könsfördelning.⁹⁵

3.4.2 RESURSBASERAD SYN

Jay Barney har utvecklat en modell om resursbaserad syn (Resource-based view) som fokuserar på företagets interna resurser och kompetenser. Den ger en grundläggande förståelse för hur företag skall kunna ta till vara på sina resurser för att erhålla varaktiga konkurrensfördelar. Enligt modellen måste en resurs testas mot fyra kriterier; högt värde, sällsynthet, imiterbar och organiserbarhet, för att kunna vara en varaktig konkurrensfördel.⁹⁶

Vissa hävdar att konkurrensfördelar kan vara vilken resurs som helst som företaget kontrollerar. Resurser kan kategoriseras i finansiella, fysiska, organisatoriska och personella resurser.⁹⁷ En personell resurs kan till exempel vara en välbalanserad styrelse såväl som en enskild styrelseledamot. Med hänsyn till deras bakgrund och vad de kan bidra med kan de ses som en strategisk resurs till organisationen.⁹⁸

3.4.3 EFFEKTIVITET VS BREDD

Styrelsesammansättning omfattar mer än bara själva tillsättandet av styrelseledamöter och deras bakgrund för att få en balanserad styrelse. Det innefattar även grupp dynamiken inom styrelsen och hur den påverkas av diversifiering, samt hur man hanterar mångfalden för att skapa positiv grupp dynamik och effektivitet i styrelsen.⁹⁹

En styrelse är en grupp av individer, valda på grund av sin kompetens, som tillsammans agerar för att skapa värde till bolaget. Effektiviteten i denna grupp maximeras när gruppen känner en stark känsla av sammanhållning, delaktighet, ansvar och förstår gruppens syfte. En av de viktigaste faktorerna för att maximera en grupp potential är ett starkt ledarskap genom styrelsens ordförande.¹⁰⁰

⁹⁵ Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003b)

⁹⁶ Barney, J. B. (1996)

⁹⁷ Grant, R. (2002)

⁹⁸ Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003a)

⁹⁹ Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003a)

¹⁰⁰ Ingley, C. B., van der Walt, N. T. (2003a)

Effektivitet i styrelsen kan ses som ett mått på vad styrelsen totalt bidrar med till organisationens framgång. Detta kan mätas på kvalitén i vad de levererar till organisationen, individuella bidrag till organisationens framgång, styrelsedynamik samt utvärdering och granskning av sig själva.¹⁰¹

Baserat på en undersökning av styrelsens storlek, sammansättning och funktioner hos 450 non-financial företag i Västeuropa och Nord Amerika, presenterar man in i en artikel i Corporate Governance resultaten. Författarna till artikeln har hittat en negativ korrelation mellan styrelsens storlek och företaget värde, men inga resultat som visar på att styrelsens sammansättning har någon betydelse för företags värde. Detta anser dem är i linje med tidigare undersökningar att för stora styrelser innebär sämre prestation i företaget både i länder med interna och externa kontrollsystem av Governance.¹⁰²

3.4.4 STYRELSEN SOM TEAM

Det finns situationer då en grupp sammansatt av specialister inom samma område tveklöst skulle prestera bättre än om deras bakgrund var olika. Ett exempel på detta är vid en operation, då det endast behövs personer med medicinsk kompetens. Det skulle förmodligen förvärra patientens situation avsevärt om det skickades in en jurist för att hjälpa till.¹⁰³

”Ett team består av ett antal individer – vanligtvis inte så många – med olika kompetenser som arbetar tillsammans eller med integrerade arbetsuppgifter i syfte att nå vissa mål.”¹⁰⁴ Kärnan i teorin om resultatrika team, är att de är organiserade så att ”uppgiftsmedvetenhet och affärsförståelse”¹⁰⁵ är i fokus.

Det finns team som är organiserade på olika sätt och som även kan ha olika mål. Nyckeln till hur dessa team blir framgångsrika är alltså hur kunniga teamets medlemmar är, och i fallet med företagsstyrelser kan det handla om kunskap om till exempel företags produkter, bransch eller kommande utvidgningar.

På senare tid har det blivit vanligare att organisera företagsverksamhet kring olika team för att bli ”mer kundfokuserade, mer kvalitets- och serviceorienterade, mer kostnads- och tidseffektiva samt

¹⁰¹ Ingley , C. B., van der Walt, N. T. (2003a)

¹⁰² de Andres, P. et al (2005)

¹⁰³ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997)

¹⁰⁴ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997) s.18

¹⁰⁵ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997) s. 67

mer innovativa”.¹⁰⁶ Dessa benämns nya team och klassificeras som; *Projektteam* - vid komplexa, organisations- och förändringsinriktade frågor. *Kvalitetsteam* – när kvalitén ska förbättras. *Omstrukturerings-team* – när omstrukturering av företagets processer ska genomföras. *Operativa arbetsteam* – roterande team där alla inblandade får större ansvar för fler arbetsuppgifter. *Virtuella team* – när arbetet utförs oberoende av tid och plats.¹⁰⁷

En företagsstyrelse passar bäst in i beskrivningen på ett projektteam. Projektteamen arbetar ofta med framtidsinriktade frågor och har uteslutande en specifik uppgift att lösa. I styrelsens fall har de flera uppgifter att lösa parallellt över tiden men de måste ändå ställa sig samma frågor som ett team med bara en specifik uppgift. Förutom att vara ett stöd till ledningen,¹⁰⁸ planerar styrelsen ofta långsiktigt och tar större strategiska beslut medan ledningen för företaget arbetar operativt. Traditionella projektteam arbetar även uteslutande med en deadline. Detta går att applicera på en styrelse som arbetar ett år i taget, från bolagsstämma till bolagsstämma. I det fall en ledamot inte presterar som väntat eller ägarbilden ändras kan en ledamot bytas ut. Självklart finns det andra orsaker till ett byte av ledamöter i en styrelse, såsom avhopp.¹⁰⁹

För att alla medlemmar i teamet ska fungera och teamet ska vara effektivt finns vissa kriterier:¹¹⁰

- Team måste veta vad de förväntas åstadkomma samt ges klara uppgifter.
- Team måste arbeta med meningsfulla uppgifter så att teammedlemmarna blir motiverade och, i kraft av sin motivation, effektiva.
- Teamets medlemmar måste kunna fungera som ett team.

Även psykosociala kriterier ska uppfyllas för ett högpresterande team. Till exempel måste arbetet ske i en informell och stödjande atmosfär.¹¹¹

För att styrelsen ska vara effektiv i enlighet med teamteori är det viktigt att den:¹¹²

- Består av en adekvat sammansättning av kompetenser, såsom utbildning.

¹⁰⁶ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997) s. 51

¹⁰⁷ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997) s.51

¹⁰⁸ Intervju med Michael Treschow (2005-05-16)

¹⁰⁹ Intervju med Claes Dahlbäck (2005-05-18)

¹¹⁰ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997) s.67

¹¹¹ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997)

¹¹² Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997) s.78

- Har förmåga att utveckla en god gruppdynamik där varje styrelsemedlem tillåts framföra sin åsikt.
- Har en styrelseordförande med ledaregenskaper.

Teamarkitekten, i denna undersöknings fall oftast styrelsens ordförande tillsammans med valberedningen, har som uppgift att sätta ihop de bäst lämpade ledamöterna till det bästa teamet. För att göra detta finns det några grundbultar som urvalsprocessen ska baseras på.¹¹³

- Uppgiftens natur
- Rollstruktur
- Interpersonella relationer, personkemi

Styrelsens ordförande konfererar med valberedningen om vad för slags kompetenser och egenskaper hos den nya ledamoten som eftersöks. Därefter tar de i sin tur kontakt med kandidater de anser lämpliga.

Ett toppledningsteam, till exempel en styrelse, karaktäriseras av dess uppgifter som oftast befinner sig på högsta nivå i företaget¹¹⁴. Eftersom det ofta rör sig om komplexa uppgifter och beslut så behövs olika sorters kompetenser för att fatta rätt beslut. Adizes presenterar fyra typer som krävs för att ett toppledningsteam ska bli framgångsrikt.¹¹⁵ Det behövs en *resultatinriktad person, en administratör, en entreprenör och en integrerande person* som tittar på helheten. Dessa egenskaper finns ofta inte hos en och samma individ utan det behövs rollkompletterande ledningsteam för en framgångsrik verksamhet. Styrelseordföranden ska se till helheten och kunna ta tillvara alla de kompetenser som de olika teammedlemmarna besitter.¹¹⁶

Ett problem med styrelsen är att den är avhängig sina medlemmar. Det är viktigt för styrelsens arbete att en nyvald ledamot snabbt och effektivt integreras i gruppen och dess arbete.¹¹⁷

¹¹³ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997)

¹¹⁴ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997)

¹¹⁵ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997)

¹¹⁶ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997)

¹¹⁷ Lind, J-I., Skärvad, P-H. (1997)

3.5 LAGAR OCH REKOMMENDATIONER

För Aktiebolag, bolagsstyrning och styrelsearbete finns det lagar och bestämmelser som måste följas samt några rekommendationer som bör följas. Till dessa hör främst Aktiebolagslagen, noteringskrav för börsen, rekommendationer från Näringslivets Börskommitté och den svenska koden för bolagsstyrning. Då dessa regelverk och rekommendationer påverkar styrelsens arbete anser vi det relevant att redogöra för dessa. Aktiebolagslagen är den lagstiftning som i första hand påverkar bolag och dess styrning, såsom bildandet av aktiebolag, ansvarsfördelning, styrelsen och bolagsstämman. Då aktiebolagslagen är från 1975 är regelverket om Corporate Governance inte så omfattande varför det under åren har tillkommit flera olika rekommendationer. En möjlig förklaring till varför Sverige var relativt tidig jämfört med omvärlden att diskutera frågor kring Corporate Governance är finanskrisen i början av 90-talet¹¹⁸.

Det finns även ett omfattande regelverk för bolag noterade på Stockholmsbörsen. Grunden i regelverket är noteringskraven och noteringsavtalet. Knutet till detta avtal finns även fem regler skrivna av Näringslivets Börskommitté.

Svenska Aktiespararna är en förening vars syfte är att skapa bästa möjliga förutsättningar för enskilt aktiesparande. Ett sätt att göra detta är att försöka påverka företagsklimatet och företagen genom att skriva och etablera riktlinjer för att öka den enskilde aktieägarens förtroende för aktiemarknaden. Svenska Aktiespararna har en ägarstyrningspolicy som rör bolagets styrelse.¹¹⁹ Utdrag ur denna policy kommer också att redovisas, detta för att visa ytterligare en syn på styrelsens arbete.

3.5.1 REGLER FÖR INFORMATIONSSPRIDNING

I Noteringsavtalet mellan börsen och de noterade bolagen återfinns regler för hur bolagen löpande skall informera aktiemarknaden för att en värdering skall ge en så rättvisande bild som möjligt.¹²⁰ Vissa punkter i noteringsavtalet är av större intresse för denna uppsats. Dessa rör främst informationsspridning i samband med bolagsstämman och förändringar av personer i ledande positioner.

¹¹⁸ Intervju med Peggy Bruzelius (2005-05-18)

¹¹⁹ Aktiespararna (2003)

¹²⁰ <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=84>

”1. Information som i inte oväsentlig grad är ägnad att påverka värderingen av bolagets noterade fondpapper får inte annat än i särskilda fall lämnas på annat sätt än genom offentliggörande.”¹²¹

Punkten ovan innebär att information som kan påverka aktiekursen måste offentliggöras till allmänheten.

”20. Kallelse till bolagsstämman skall offentliggöras i enlighet med punkt 4 i samband med utfärdandet.

4. Offentliggörandet anses ha skett om informationen lämnats till minst två etablerade nyhetsbyråer samt minst tre rikstäckande dagstidningar. Informationen skall senast samtidigt lämnas till börser och snarast möjligt finnas tillgänglig på bolagets hemsida.”¹²²

Detta innebär att kallelsen till bolagsstämman och den information kallelsen innehåller förmedlas till allmänheten vid samma tidpunkt och ger marknaden en möjlighet att samtidigt reagera på denna information.

”25. Avgång eller utseende av verkställande direktör, koncernchef, ordinarie styrelseledamot vald av bolagsstämman och revisor skall omedelbart offentliggöras.

21. Bolaget skall i kommuniké från bolagsstämman omedelbart offentliggöra beslut om utdelning, förändring av styrelse och revisorer och annan information som är av inte oväsentlig betydelse för aktiemarknaden. För nyvalda styrelseledamöter skall uppgifter enligt punkt 11 offentliggöras.

11. Av årsredovisningen skall för varje styrelseledamot framgå hur länge denne ingått i bolagets styrelse, dennes huvudsysselsättning och övriga väsentliga styrelseuppdrag.”¹²³

Ovanstående punkter innebär att förändringar i till exempel styrelsesammansättningen omedelbart skall offentliggöras då denna information är av betydelse och kan påverka värderingen av bolaget. Dessutom måste viss information om styrelseledamöterna presenteras i årsredovisning och vid nyval. Vad som kan vara kurspåverkande information är en tolkningsfråga.

Enligt den nya koden för bolagsstyrning måste förändringar av styrelsesammansättningen offentliggöras. I samband med kallelsen till bolagsstämman skall nominering av nya

¹²¹ Noteringsavtalet för Stockholmsbörsen, 2003-07-01

¹²² Noteringsavtalet för Stockholmsbörsen, 2003-07-01

¹²³ Noteringsavtalet för Stockholmsbörsen, 2003-07-01

styrelseledamöter presenteras med relevant information som ålder, utbildning, erfarenhet, övriga uppdrag samt huruvida de är oberoende eller inte.

Aktiespararna har utformat liknande rekommendationer i sin ägarstyrningspolicy:¹²⁴

- Namnförslag på ny styrelseledamot bör redovisas i kallelsen till bolagsstämman tillsammans med relevant information om kandidaten.
- Årligen skall hela styrelsen respektive de enskilda ledamöterna utvärderas.

3.5.2 NOMINERINGSPROCESSEN AV NYA STYRELSELEDAMÖTER

Det finns inte några allmänna regler eller direktiv för hur val av nya styrelseledamöter skall beredas. Inte heller finns det någon praxis att luta sig mot. Det vanligaste förfarandet är att styrelsens ordförande tar initiativ till valberedning, och detta sker i samråd med representanter för storägare eller andra stämموvalda styrelseledamöter. På grund av avsaknad av ett enhetligt tillvägagångssätt har många föreslagit ett krav på införandet av nomineringskommittéer. Kravet har dock av olika anledningar inte tidigare tillgodosetts. Trots detta har många bolag nomineringskommittéer.¹²⁵

Aktiespararna är en av dem som har engagerat sig i denna fråga och skickat ut brev till alla börsnoterade bolag¹²⁶ i slutet av 90-talet, något som förmodligen bidragit till att fler infört nomineringskommittéer. Aktiespararna rekommenderar att:¹²⁷

- Bolaget bör ha en nomineringskommitté som ansvarar för beredningen av nya styrelseledamöter då en nomineringskommitté garanterar kvalité och öppenhet i nomineringarna.
- Nomineringskommittén bör bestå av styrelsens ordförande och representanter som återspeglar ägarstrukturen.

3.5.3 REGLER FÖR VAL AV STYRELSELEDAMÖTER

Koden för bolagsstyrning är ett resultat av den förtroendekommission som tillsattes av regeringen 2003. Under förtroendekommissionens arbete framkom att Sverige låg efter många andra länder när det gällde rekommendationer eller regelverk för Corporate Governance, varför man valde att starta en kodgrupp som tillsammans med representanter från näringslivet skulle

¹²⁴ Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy, 2003, 4.e versionen

¹²⁵ NBK (1994)

¹²⁶ Intervju med Lars-Erik Forsgård (2005-05-26)

¹²⁷ Aktiespararna (2003)

skriva en kod som så småningom förväntas integreras i börsens regelverk. Det ursprungliga betänkandet skickades till 78 remissinstanser och omarbetades enligt deras önskemål och färdigställdes i december 2004, och tas i bruk den 1 juli 2005.¹²⁸

Tanken är att den svenska koden för bolagsstyrning ska utgöra grunden för näringslivets självreglering i fråga om bolagsstyrning. Den bygger därmed på principen ”följ eller förklara” (comply or explain) vilket även flertalet av motsvarande internationella koder gör.¹²⁹

En del av Svensk kod för bolagsstyrning omfattar regler för val av styrelseledamöter. Nedan sammanfattas vissa väsentliga punkter, samt innebörden av dessa.

”2.2.3 Valberedningens förslag skall presenteras i kallelsen till bolagsstämman och på bolagets hemsida. I anslutning till att kallelsen utfärdas skall på bolagets hemsida för styrelseledamot som föreslås för nyval eller omval anges:

- *ålder samt huvudsaklig utbildning och arbetslivserfarenhet*
- *uppgifter i bolaget och andra väsentliga uppgifter*
- *eget eller närstående fysisk eller juridisk persons innehav av aktier och andra finansiella instrument i bolaget,*
- *om ledamoten enligt valberedningen är att anse som oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen respektive större aktieägare i bolaget*
- *vid omval, vilket år ledamoten invaldes i styrelsen*
- *övriga uppgifter som kan vara av betydelse för aktieägarna vid bedömningen av den föreslagna ledamotens kompetens och oberoende”*¹³⁰

Aktiespararna intar en starkare ståndpunkt än koden vad det gäller heterogeniteten och graden av oberoende i styrelsen. Ägarstyrningspolicy säger att:¹³¹

- Sammansättningen av styrelsen skall vara mångsidig och respektive ledamots kompetens skall vara relevant för bolagets verksamhet. Den uppenbara avsaknaden av kvinnor i styrelser är ett bevis på bristen i nomineringsarbetet.
- Styrelseledamoten skall vara självständiga och oberoende gentemot företagsledningen

¹²⁸ Kodgruppen, Justitsiedepartementet, SOU 2004:130

¹²⁹ Mallin, C. (2004)

¹³⁰ Kodgruppen, Justitsiedepartementet, SOU 2004:130

¹³¹ Aktiespararna (2003)

3.6 AKTIER OCH KAPITALMARKNADEN

På en effektiv marknad avspeglar aktievärdet all tillgänglig information. För att effektivisera marknaden är det viktigt att det finns kanaler som sprider denna information. Om marknaden skulle vara fullständigt effektiv skulle jämviktspriser råda. I och med att ny information inte bör gå att förutse kommer därför priserna på bland annat aktier att ligga kvar på samma nivå tills dess att ny information når marknaden.¹³²

De flesta som agerar på en kapitalmarknad är riskaverta. De har även en benägenhet att skjuta upp sin konsumtion idag till förmån för imorgon. Det finns dock aktörer som spekulerar vilket kan leda till att marknaden reagerar snabbare på information.¹³³

Aktier värderas med hjälp av diverse prognoser som till stor del bygger på en bedömning av den verksamhet som företaget bedriver. Med denna bedömning försöker olika institut bedöma kurs- och vinstutveckling. Den information som används i dessa sammanhang är dels företagets rapporter, men även generell information om konjunkturer och branschen används.¹³⁴

Avkastningen på en aktie består av ökning i aktiens värde och utdelningar. Det belopp som en investerare är villig att betala för en aktie är de diskonterade nuvärdena av de framtida avkastningarna. Förväntningar om kursstegringar och utdelningar i framtiden förklarar till viss del kursvariationer i aktiekursen. Aktiekursen bygger på förändringar i dessa parametrar som i sin tur bygger på hur företaget kommer att utvecklas i allmänhet i framtiden.¹³⁵

3.6.1 BRANSCHINDELNING

Global Industry Classifications Standard (GICS) är en global standard framtagen av Morgan Stanley Capital International Inc. och Standard & Poor's.¹³⁶ Denna standard delar in alla företag i branscher i huvudindustrier, se Figur 4, industrier och subindustrier med en två- till flersiffrig kod alltefter noggrannheten. Det hela fungerar ungefär som en kontoplan med huvudkonton och underkonton.

¹³² Hägg, C. (1989)

¹³³ Hägg, C. (1989)

¹³⁴ Hägg, C. (1989)

¹³⁵ Hägg, C. (1989)

¹³⁶ NOREX (2004)



Figur 4 Branschindelning enligt GICS

3.7 SAMMANFATTNING AV TEORIKAPITEL

Teorier om Corporate Governance beskriver relationen mellan aktieägarna och bolagsledningen utifrån flera olika perspektiv. Mellan aktieägare och ledning sitter en styrelse som representerar aktieägarnas intressen. Styrelsens främsta uppgift är att övervaka ledningen, vid behov avsätta den och tillsätta en ny. I svenska publika bolag får inte styrelseordförande och verkställande direktör vara samma person av maktseparerande skäl även om verkställande direktör ofta sitter som ledamot i styrelsen. Medan agentteorin beskriver relationen mellan två parter (aktieägare och ledning) utan initial målkongruens där transaktionskostnadsteorin förklarar hur målkongruens skapas, förutsätter inte stewardship-teorin denna målkongruens utan förespråkar snarare ett utökat bemyndigande av ledningen. Intressentmodellen utökar ansvarsområdena till att även gälla andra än aktieägarna. Miljö, anställda, kunder och leverantörer har också krav och önskemål som skall tillgodoses där trycket ökat på framförallt institutionella ägare att ta ett större ansvar. Managerial hegemony-teorin utgår från ett maktperspektiv ärvt från class hegemony-teorin. Här ses ledningens större tillgång på information som drivaren till maktoabalansen mellan styrelse/aktieägare och ledningen. Informationsasymmetrin kan minskas med en styrelse som har relevant kunskap och erfarenhet av företaget och branschen.

Styrelsens arbete och effektivitet kan framgångsrikt analyseras utifrån ett socialt grupperspektiv. Dess sammansättning påverkar diskussioner, beslutsprocess och kvaliteten på besluten. Diversifiering av erfarenheter och representation av olika intressenter blir här centralt. En avvägning måste dock göras mellan kompletterande variation, så att ett team skapas, och en för stor heterogenitet bland ledamöterna så att samarbetsproblem uppstår. Styrelsens ordförande har till uppgift att leda laget och skapa en känsla av tillhörighet, ansvarskänsla och målmedvetenhet. I praktiken finns det mycket få lagar om hur styrelser ska arbeta även om fler och fler länder börjar använda regelverk som tros lägga grunden för ett önskvärt styrelsearbete. Dessa regelverk rekommenderar bland annat hur nomineringsprocessen för nya ledamöter ska gå till samt

minimikrav för den information om styrelsen som aktieägarna bör ha lättillgänglig. Svenska Aktiespararnas rekommendationer behandlar även styrelsens sammansättning. De studier som gjorts på styrelsernas sammansättning och kodernas validitet pekar åt olika håll. Vissa forskare finner att det är positivt med ett utländskt deltagande i styrelsen och med flera ledamöter som är oberoende mot företaget. Andra har inte kunnat hitta någon korrelation mellan samma variabler och företagets resultat.

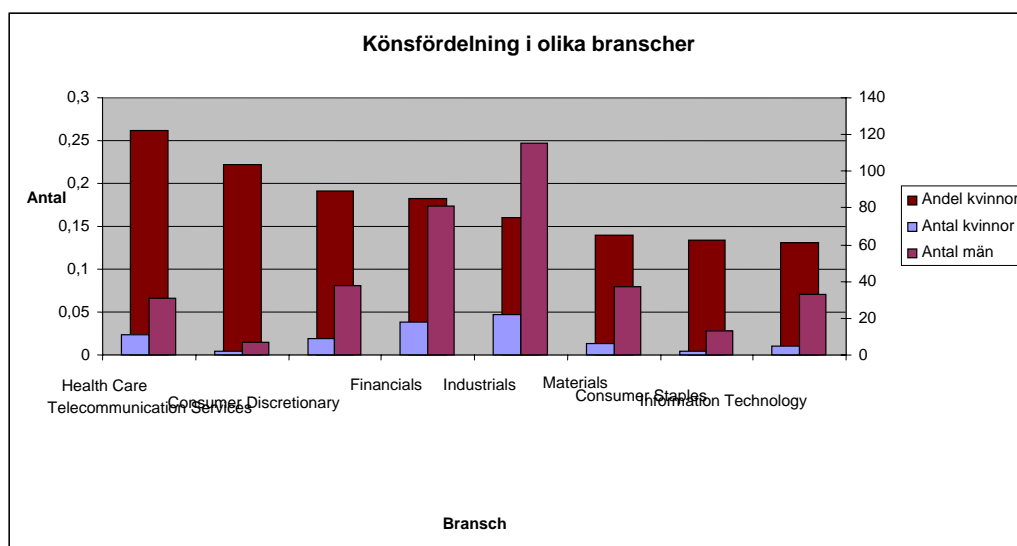
En effektiv aktiemarknad reagerar på ny information som påverkar företagets och aktiens framtidsutsikter. För att marknaden ska vara effektiv krävs att informationen sprids på ett effektivt sätt, det vill säga att den når alla aktörer samtidigt. Denna effektivitet skall garanteras om förslag till nya ledamöter presenteras på bolagets hemsida och i kallelsen till bolagsstämman i enlighet med den svenska koden och lagar.

4 EMPIRI

I detta kapitel presenteras resultaten av vår undersökning. Empirin har delats in i tre separata delar. Den första delen syftar till att presentera beskrivande statistik över bolagsstyrelsans sammansättning efter bolagsstämman 2004. Den andra delen presenterar de statistiska tester som genomförts på förändringen i styrelsesammansättningen vid bolagsstämman 2004. Den sista delen redogör för intervjuerna med styrelseledamöter, medlemmar i nomineringskommittéer och aktieanalytiker.

4.1 KARTLÄGGNING

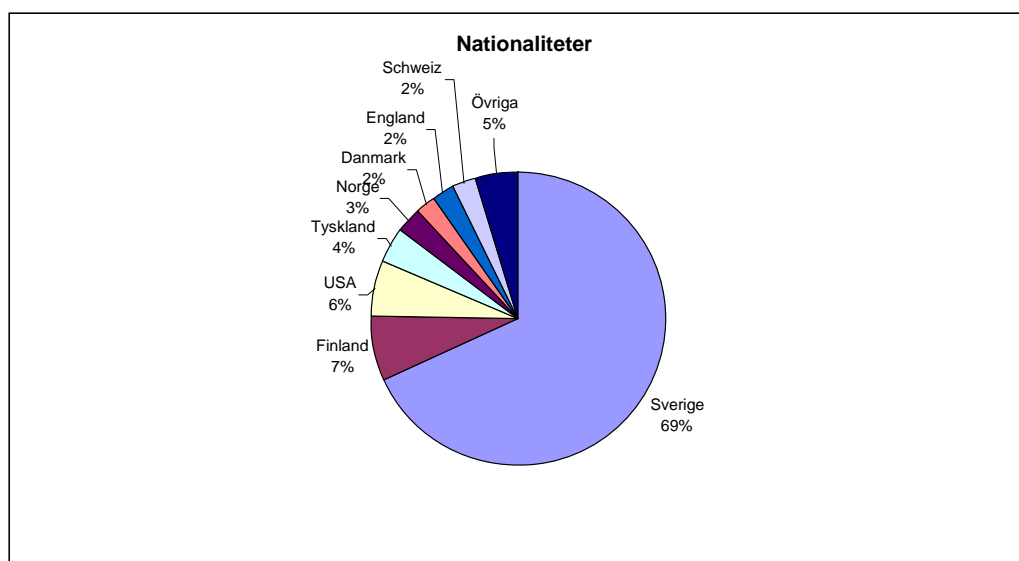
Till att börja med studerades könsfördelningen som varierar kraftig mellan olika branscher. Av 2004 års totalt 327 ledamöter var 63 stycken, eller 19 %, kvinnor. Sett till andelen kvinnliga styrelseposter är andelen 17 % vilket innebär att män oftare sitter på flera styrelseposter. Inom branschen Health Care observerades högst andel kvinnor medan Information Technology-branschen hade lägst andel. Även i den bransch med högst andel kvinnor är män fortfarande i klar majoritet. Som framgår av Figur 5 sticker dock inte någon bransch ut på ett signifikant sätt.



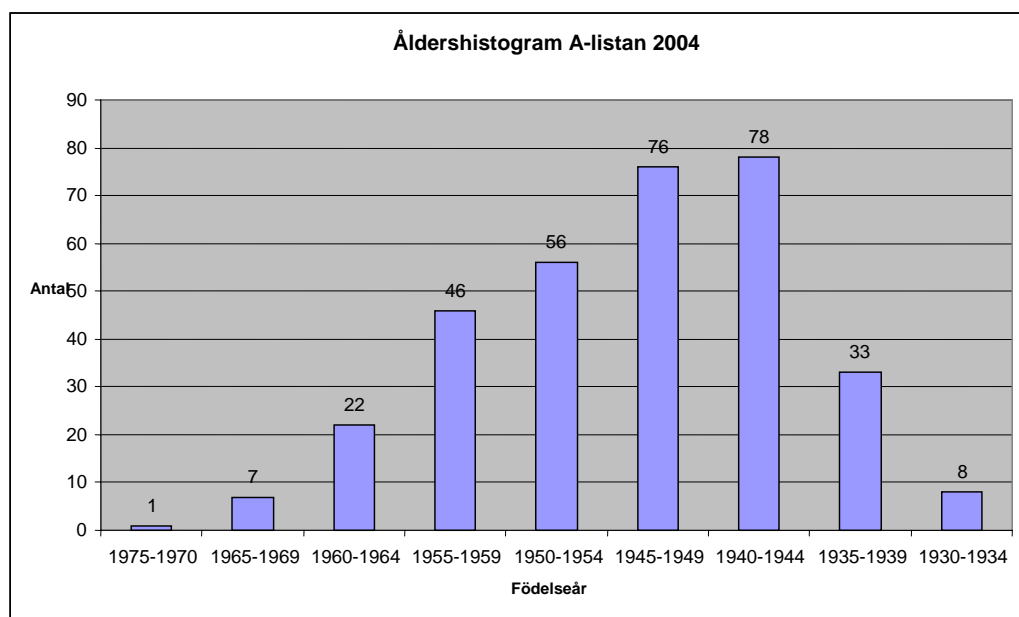
Figur 5 Könsfördelning i olika branscher

De mest representerade nationerna förutom Sverige var de nordiska grannländerna, Sveriges största exportland Tyskland samt USA. Totalt finns 18 nationaliteter representerade i A-listans

styrelse i enlighet med Figur 6. Åldershistogrammet visar att en stor del av styrelseledamöterna är födda under 1940-talet enligt Figur 7.



Figur 6 Nationaliteter



Figur 7 Åldershistogram

Den akademiska utbildningen domineras av ekonomer. 35 % av alla styrelseledamöter är renodlade ekonomer, se Tabell 1.

Utbildning	Antal	Andel av total
EKONOM	130	0,35
INGEN/VETEJ	53	0,14
INGENJÖR	50	0,14
EKO/ING	26	0,07
DR.ING	18	0,05
ÖVR	17	0,05
JUR	15	0,04
DR.EKO	14	0,04
FIL	11	0,03
POL	6	0,02
DR	4	0,01
EKO/JUR	4	0,01
DR.MED	4	0,01
DR.POL	2	0,01
EKO/FIL	2	0,01
EKO/ING/POL	2	0,01
MED	2	0,01
DR.S	1	0,00
DR.JUR	1	0,00
DR.ING/EKO	1	0,00
EKO/ÖVR	1	0,00
ING/FIL	1	0,00
JUR/OVR	1	0,00
EKO/ING/JUR	1	0,00
Totalt	367	

Tabell 1 Fördelning av utbildningskategorier

Om man istället ser till alla diplom har 47 % av ledamöterna ekonomisk utbildning, beroende på att vissa ledamöter har flera utbildningar, se Tabell 2. Värt att notera är även att det är lika vanligt förekommande att en ledamot inte har någon utbildning alls (eller att den åtminstone inte presenterats i något av bolagets material eller är känd av informationschefen) som att ledamoten har den näst vanligaste utbildningen, ingenjör.

Utbildning	Antal	Andel av total
EKONOM	167	0,47
INGENJÖR	80	0,22
JURIDIK	21	0,06
DR.ING	19	0,05
ÖVR	19	0,05
DR.EKO	14	0,04
FIL	14	0,04
POL	8	0,02
DR	4	0,01
DR.MED	4	0,01
DR.POL	2	0,01
MEDICIN	2	0,01
DR.SOC	1	0,00
DR.JUR	1	0,00
	356	1,00

Tabell 2 Antal inom respektive utbildningskategori

Bland de med högst akademisk utbildning, de som har doktorerat, är det tydligt att det framförallt är de tekniska kompetenserna som eftersöks. Doktorer från teknisk och naturvetenskaplig fakultet är dubbelt så vanliga som nästföljande grupp, doktorer i ekonomi, se Tabell 3. Totalt utgör de 12 % av ledamöterna.

Typ av diplom	Antal
DR.ING	26
DR.EKO	13
DR.MED	4
DR	4
DR.POL	2
DR.S	1
DR.JUR	1
DR.I/EKO	1
	52

Tabell 3 Antal doktorer

Andelen oberoende ledamöter är hög i svenska styrelser och förändras mycket litet mellan 2003 och 2004 medan antalet ledamöter beroende gentemot aktieägarna ökar. Detta trots att koden för svensk bolagsstyrning införs 2005 som tvärtom sätter minimigränser för oberoendet. Allmänt är

oberoende mot företaget vanligare än oberoende mot aktieägarna vilket ligger i linje med tidigare diskussion om svenska ägarförhållanden.

Oberoende	2003	2004
Företaget	87,29%	87,44%
Aktieägarna	77,70%	76,74%

Tabell 4 Andel oberoende

Om man bortser från den naturliga föråldringen bland alla ledamöter mellan 2003 och 2004 blev ledamöterna cirka sex månader yngre under denna period. Särskilt kvinnornas medelålder sjönk.

Född	2003	2004
Alla	1946,77	1948,22
Kvinnor	1951,39	1953,29
Män	1946,08	1946,89

Tabell 5 Medelålder hos ledamöter

Sammanfattningsvis kan man beskriva den genomsnittlige styrelseledamoten på börsens A-lista som en svensk man på 57 år som är oberoende mot både företaget och aktieägarna, vars högsta utbildning är civilekonom eller liknande, och som arbetar i Industrials-branschen.

4.2 TEST AV DATAMATERIALET

Nedan presenteras de test som utförts på det insamlade datamaterialet samt en redogörelse för vilken signifikansnivå och korrelationer som uppnåts. Exakta siffror finns återgivna i Bilaga 1.

4.2.1 TEST AV KÖN

Vi ville med detta test undersöka parametern kön. Företagen delades in enligt ovan i mer diversifierad, oförändrad eller mindre diversifierad beroende på hur fördelningen såg ut innan och efter byte av ledamöter. Vi resonerade att om ett företag närmar sig ett jämnare förhållande mellan kvinnor och män skall detta ses som mer positivt medan om det rör sig mot att det ena könet bli mer dominant så påverkar detta negativt. Att i en mansdominerad styrelse med till exempel 8 män och en kvinna byta till en styrelse med 7 män och en kvinna sågs alltså som positiv åtgärd då kvinnornas procentuella andel ökade.

Resultatet av detta gav att företag som ökat sin diversifiering (vilket i regel betyder att de tillfört fler kvinnor alternativt att män har avgått) snarare gått sämre än index under de dagar som undersökts men detta kunde inte statistiskt säkerställas. Signifikansnivå på 59 % efter 2 dagar.

4.2.2 TEST AV ÅLDER

Ledamöternas ålder testades i två deltester. I det ena undersökte vi förändringen i ålderns standardavvikelse medan vi i det andra undersökte förändringen av medelåldern. Vi resonerade att en ökad standardavvikelse av åldern betyder en större spridning av åldersgrupper i styrelsen vilket kan ses som någonting positivt. I fallet om medelåldern valde vi att inte lägga någon värdering i om det är positivt eller negativt att höja respektive sänka medelåldern.

Resultatet från undersökningen av standardavvikelsen gav ingen signifikans eller korrelation. I fallet då medelåldern undersöktes uppvisades en svag negativ och signifikant korrelation efter 3 dagar. Detta betyder att de företag där styrelsens medelålder har sjunkit, i regel har utvecklats bättre än branschindex. Signifikansnivå på 97 % efter 4 dagar.

4.2.3 TEST AV NATIONALITET

I linje med teorier och tidigare undersökningar undersökes huruvida en diversifiering av nationell härkomst kan påverka aktiens värdering. En styrelse som har flera nationaliteter anses vara mer diversifierad.

Resultatet av detta test visade på en hög signifikansnivå och en negativ korrelation dagen efter att styrelseledamöterna har presenterats. Två dagar efter var signifikansnivån påtaglig men svagare än en dag efter. Det betyder att när ledamöter blir mer standardiserade i sammansättningen med avseende på nationalitet påverkas börskursen positivt. Signifikansnivå på 97 % efter 2 dagar.

4.2.4 TEST AV UTBILDNING

Utbildning var det svåraste att klassificera i termer av mer eller mindre diversifierad styrelse. Eftersom förändring kan klassificeras på olika sätt skapade vi följande mall. I första hand tog vi hänsyn till om utbildade ledamöter ersatts med utbildade eller tvärt om. Vi ansåg att det var mer positivt om mer kunskap kunde tillföras företaget. I andra hand såg vi till förändringen i sammansättningen. Vi ansåg här liksom med könen att flera utbildningsdiscipliner är positivt och att en jämn fördelning mellan dessa även bör anses som mer diversifierat. I sista hand ansåg vi att det är mer diversifierat om en ledamot byts ut mot en annan med djupare kunskaper (läs högre

examen) inom samma disciplin. Detta ledde till att alla företagen kunde klassificeras enligt samma algoritm och alla kunde delas in i de tre grupperna.

Resultatet av detta test gav inga statistiska samband. Datamaterialet visade inte heller på några trender.

4.2.5 TEST AV OBEROENDE MOT FÖRETAGET

De som är beroende av företaget anses som mindre pålitliga och därför ansåg vi att de som har en större andel oberoende ledamöter är positivt. Notera att vi här inte ser det som positivt med en jämn fördelning mellan oberoende och beroende ledamöter.

Resultatet från detta test gav inga statistiska samband.

4.2.6 TEST AV OBEROENDE MOT AKTIEÄGARNA

Liksom i det förra testet ville vi här undersöka andelen oberoende ledamöter. I detta test undersöktes andelen ledamöter oberoende av stora ägare i företaget. Ett byte till färre beroende ledamöter såg vi som positivt och utformade jämförelsen efter detta.

Den statistiska undersökningen gav inga signifikanta svar. Dock kunde en svag negativ trend skönjas. Detta tolkas som att ökad ägarrepresentation kan ha en positiv effekt på aktiekursen, det vill säga att det värderas högre på marknaden. Signifikansnivå på 75 % efter 3 dagar.

4.2.7 TEST AV UTÖKAD STYRELSE

I detta test ville vi se om det fanns någon skillnad mellan de företag som minskat antalet styrelseledamöter och de som utökat antalet. Vi satte för enkelhetens skull positivt tecken framför utökning av styrelsen och negativt tecken framför minskning. Fyra företag minskade med en styrelseledamot medan 17 företag ökade sin styrelse.

Resultatet från detta test gav inga statistiska samband.

4.3 STYRELSEINTERVJUerna

Vi har intervjuat sju personer om deras åsikter kring styrelsens kompetens, nomineringsprocess och värde för företaget. Nedan följer en kort presentation av dessa personer. Alla intervjuer

gjordes på telefon förutom intervjun med Caroline Sundewall som gjordes per mail. Svaren presenteras under de fem rubrikerna Egenskaper, Sammansättning, Nomineringsprocessen, Oberoende/beroende styrelseledamöter och Styrelsens koppling till företagets framgång.

Peggy Bruzelius	Ordförande i Grand Hotel Holding AB. Styrelseledamot i Electrolux, Scania, Axfood mm. Ekonom. Arbetat inom SEB och ABB.
Michael Treschow	Ordförande i Ericsson, Electrolux och Svenskt Näringsliv. Ingenjör. Arbetat inom Atlas Copco och Electrolux.
Caroline Sundewall	Styrelseledamot i Telia Sonnera AB, Haldex AB, Strålfors AB. Ekonom. Egen företagare, före detta ekonomijournalist.
Claes Dahlbäck	Ordförande i Stora Enso, Gambro mm. Styrelseledamot i Goldman & Sachs & Co. Före detta Ordförande i Investor. Ekonom.
Lars-Erik Forsgårdh	Vd Aktiespararnas riksförbund sedan 1984. Ekonomie doktor. Styrelseordförande i World Federation of Investors.
Peter Rudman	Ansvarig för Corporate Governance på Nordeas fondbolag. Har suttit med i nomineringskommittéer för bland annat SCA, Cardo, Eniro och Munters.
Björn Jansson	Head of research, SEB Enskilda Securities

4.3.1 EGENSKAPER

Integritet, kompetens och erfarenhet var något som de flesta nämnde som viktiga egenskaper. Dahlbäck anser att integritet är viktigt så "...att folk vågar säga vad de tycker och inte håller på att jamsa med". Andra egenskaper som Treschow gärna ser är "...fritänkande, vilja och oräddhet att bidra." Kompetens är något svårare att definiera, intervjupersonerna menade att det kan handla om god kännedom om branschen och företaget, ekonomiska och juridiska grundkunskaper, intelligens med mera. Vad det gäller erfarenhet menade intervjupersonerna att det bästa är om ledamoten har suttit i operativ ledning i något företag. Tidigare styrelsevana är även en fördel om ledamoten har. Bruzelius tryckte på att ledamoten ska ha ett "helikopterseende...att kunna se komplicerade helheter och samband". En egenskap som Dahlbäck tycker ofta glöms bort är affärssinne och på frågan hur man kan mäta det, svarade han

att man får titta på referenser och sedan att det visar sig på intervjuer att personen undrar ”hur mycket saker kostar, om det inte går att få billigare och så”. Forsgårdh säger att det framförallt ska ”finnas kompetens hur man driver och utvecklar företag” och endast i vissa fall kan man ha nytta av ”en ledamot med lite annan profil än ren företagsekonomisk kompetens”. Rudman ansåg att de behövda egenskaperna varierar med branschen, dock menar han att någon med finansiell kunskap måste finnas i alla styrelser.

Varken Forsgårdh eller Treschow tyckte att man kunde dra nytta av oinsatta ledamöter, däremot menade Treschow att man kan ”...dra fördel av att ha personer med olika bakgrund och olika tänk.” Både Sundewall, Dahlbäck och Bruzelius ser det som en fördel att en eller två personer är insatta i branschen men att alla inte nödvändigtvis måste vara det. Bruzelius sa att ”fördelen med någon som kommer från ett helt annat område är att...han eller hon ser... med friska ögon.” Treschow menade att det ibland blir en lite felaktig diskussion där ”...man tror att man kan kompensera brist på relevant kunskap med lite häftiga nya kunskaper.”

4.3.2 SAMMANSÄTTNING

Rudman som suttit med i flera nomineringskommittéer svarade att det absolut är deras mål att titta på hela styrelsens sammansättning. Sundewall påpekade att det är viktigt att ”...gruppen fungerar och snarare lyfter än dämpar varandra...” och att ordföranden här spelar en viktig roll. Dahlbäck menar också att det är ordförandens roll att man får en styrelse som ”...kompletterar varandra både vad det gäller egenskaper och vad det gäller kön, ålder bakgrund och alltihop”. Han tycker att det är styrelseordförandens roll att vara ”...en form av orkesterledare som ser till att styrelsen fungerar bra”. Han menar att ”man kan inte bara ha primadonnor i en styrelse...då fungerar inte styrelsen utan det är ungefär som en orkester, man måste ha olika instrument”. Treschow sa att han ”tänker ofta ... att vi ska ha ombudsmän för alla...intressegrupper omkring oss – kunder, leverantörer”.

De tycker alla att det är viktigt att en ny ledamot kompletterar de tidigare ledamöterna. Forsgårdh uttrycker det så att allt för likartad kompetens inte tillför något extra. Han menar även att nomineringskommittéernas inträde har underlättat kompetensförstärkningen i styrelser.

Bruzelius, som suttit i styrelser för både engelska och amerikanska bolag och som för närvarande sitter i ett schweiziskt bolags styrelse tycker att ”...trots vad man läser i tidningen så är svensk Corporate Governance väldigt bra”. Hon anser att det hela beror på att Sverige hade en finanskris i början av 90-talet vilket innebar att dessa frågor kom upp till diskussion.

Treschow tycker att det är en ägarfråga hur styrelsen ska vara sammansatt. Däremot är Svenskt Näringsliv fortfarande inte nöjda med mångfalden när det gäller kön och olika bakgrunder. Även om det blir bättre och bättre vad gäller styrelsesammansättningen tror Treschow att det som i grund och botten är "...bra för enskilda företag är bra för Sverige".

Dahlbäck fick frågan om det finns någon skillnad mellan styrelsernas sammansättning i Sveriges jämfört med internationellt. Han såg det som en positiv skillnad att "...svenska styrelseledamöter representerar ägaren" vilket gör att de "...känner att de har ett mandat från ägarna att sitta i styrelsen vilket man inte har i utlandet". Sundewall tyckte "...att det har blivit en bredare krets ledamöter idag än för några år sedan, personer som arbetar med nomineringar har via både egna och andras nätverk breddat kretsen av potentiella ledamöter samt lagt större vikt vid utvärderingar och uppgiften att få till en väl fungerande grupp".

Vi ställde även frågor kring styrelsens effektivitet kontra bredd. Bruzelius tyckte att styrelsearbetet är ett teamwork precis som alla andra grupper och att "en styrelse bestående av experter på djupet blir rena mardrömmen, då har var och en sin lilla bit som man är jätteduktig på och ingen har helhetseendet. Det är väldigt svårt att få ihop en sådan styrelse". Hon menar också att man helst inte ska ha några experter som inte har någon styrelsekompetens. De ska i så fall vara en minoritet i styrelsen. Treschow är av samma åsikt, "...varje människa ska ju bidra och det viktiga är ju att du är personligt ansvarig...hur kan du vara personligt ansvarig om du inte förstår vissa frågor, om du inte förstår de ekonomiska sammanhangen."

Dahlbäck tror att en styrelse med olika bakgrunder och olika egenskaper kan vara väldigt effektiv om de har en bra ordförande som ser till att de samspelar bra. Om den inte är för stor (max 8-9 personer), kan en bred styrelse vara effektivare än en där alla har samma "...bakgrund och pratar i mun, och har samma syn på saker och ting. Då ser man inte risker eller möjligheter att man är för enögd". "Det är klart att en bred styrelse med olika bakgrund och erfarenheter är bättre precis som det är bättre än att ha en orkester med olika instrument än bara blåsorkester"

På frågan om det finns någon drömmuppställning för en styrelse om man ser till kön, ålder och utbildningsmix, ansåg de flesta att det var svårt att ge ett generellt svar. Det var snarare viktigare att se till vad som saknas för stunden och fylla den kunskapsluckan. Dahlbäck och Treschow nämnde att det är önskvärt att både kvinnor och män finns med i en styrelse, och de flesta tyckte

att ledamoten inte skulle vara för ung eller gammal. Dahlbäck tyckte att mellan 40 och 70 år var bra och att utbildningen inte var så viktig, snarare vad personen har för erfarenheter.

4.3.3 NOMINERINGSPROCESSEN

Nomineringsprocessen går i de vanligaste fallen till så att valberedningen möter styrelseordförande som antingen är ordförande i valberedningen eller adjungerad medlem. De går tillsammans igenom styrelseutvärderingen och diskuterar behovet av ny ledamot och eftersökta egenskaper. Treschow, Bruzelius och Dahlbäck menar alla att man får titta på vad för erfarenheter som saknas och vilka utmaningar bolaget står inför. Utifrån detta bedöms vilken ledamot som ska rekryteras. Nomineringskommittéernas största problem vad det gäller rekrytering av nya ledamöter anser Sundewall är begränsade nätverk, tidspress och att det finns för få personer från institutionerna som har ägarfrågor som huvudansvar. Bruzelius anser att nomineringskommitténs största problem är att hitta ledamöter som känner bolaget tillräckligt väl men tror även att kretsen av potentiella ledamöter i Sverige är begränsad. Forsgårdh tycker att det har lagts ner alltmer möda på valberedningsarbetet och att arbetet kvalitativt har blivit bättre. Detta var också Aktiespararnas avsikt när de kom med förslaget att alla bolag borde ha en valberedning. Rudman anser också att det har blivit en bättre process kring val av nya styrelseledamöter, både vad det gäller utvärdering av styrelsen och användandet av nomineringskommittéer. Både Treschow och Dahlbäck tar upp problematiken med att attrahera rätt person till styrelseledamot. Dahlbäck säger att ”folk vill inte sitta i styrelser lika mycket nu som tidigare...i synnerhet [utländska medborgare] frågar vad får jag betalt, vad är riskerna, har ni försäkringar, kan vi bli stämnda?”.

4.3.4 OBEROENDE/BEROENDE STYRELSELEDAMÖTER

Bruzelius belyser att det är en väldig sammanblandning av definitioner i populärdebatten om oberoende styrelseledamöter, det vill säga att den anglosaxiska ofta blandas med den svenska definitionen. Hon menar att vi har både lagstiftning och Koden som inte ser ut på samma sätt som till exempel i England. Hon värderar blandningen mellan oberoende och beroende ledamöter på så sätt att bolag som har en huvudägare fungerar bättre än de med en fragmenterad ägarbild. Hon menar att det är naturligt att de stora ägarna ska utse en majoritet av styrelseledamöterna. Rudman anser inte att det är eftersträvaisvärt med 100 % oberoende ledamöter utan tycker att det ska finnas en kombination av oberoende och beroende styrelseledamöter. Dahlbäck tycker att det ska vara en blandning mellan oberoende och beroende styrelseledamöter men att förhållandet dem emellan är av mindre vikt.

4.3.5 STYRELSENS INVERKAN PÅ KURSEN

Forsgårdh anser att styrelsen har stor betydelse för företagets framgång "...genom att det är styrelsen som sätter målen. Det är styrelsen som anställer och avskedar vd:n". Sundewall säger att styrelsen på lång sikt borde ha viss möjlighet att styra ett företag men att på kort sikt är ledningens förmåga att utnyttja bolagets resurser betydligt viktigare. Bruzelius anser att ju större utmaningar som företaget står inför desto viktigare blir styrelsen. "Ett väldigt framgångsrikt företag som liksom rullar på där blir styrelsen mindre viktig. Det är mer när det blir problem eller svåra vägval som styrelsen är viktig." Hon menar även att om allt fortskrider planenligt så kan styrelsen nöja sig med att vara ett övervakande kontrollorgan, men att när bolaget står inför stora problem ska den ingripa.

Forsgårdh ansåg att ett byte av verkställande direktör bevisligen har betydelse för aktiekursen. Detta kan man se i olika sammanhang, men att det ska vara speciella förutsättningar för att marknaden ska värdera ett byte av ordförandeposten enligt Forsgårdh. Om det är en kompetent styrelse som försvinner eller en kompetent styrelse tillsätts i förhållande till den tidigare, och om detta innebär en stor förbättring eller försämring kan han tänka sig att det kan få utslag på kursen. Rudman tror att om bolaget har haft en svag utveckling och det görs en stor förändring i styrelsen så kan det ge utslag på kursen. Han menar att det är en fråga om marknaden förtroende för styrelsen, om marknaden tror att den nya styrelsen kan ta sig ur situationen, så går kursen upp. Bruzelius tror inte att det avspeglar sig i aktiekursen dag 1 endast för att man väljer en ny styrelse, men att det indirekt och på sikt kan avspegla sig i aktiekursen. Hon tror inte att man kan hitta en korrelation mellan värdering av styrelse och aktiekursen. Treschow tror inte heller att man kan se en enskild ledamots påverkan, utan att det handlar om att en bra styrelse väljer en bra ledning och en dålig styrelse väljer en dålig. Om man kan se en förändring i kursen är det i så fall över en längre tid där styrelsebeslut, styrelsens agerande och framförallt om val av ledning var felaktigt.

Dahlbäck tror att ledning, affärsmodeller, bransch med mera värderas av marknaden långt innan styrelsen värderas. Han tror inte att alla placerare förstår att en massa kända namn i en styrelse inte automatiskt medför goda resultat, och därmed ändå värderas högt.

4.3.6 INTERVJU MED AKTIEANALYTIKER

Björn Jansson anser att vi har en relativt effektiv marknad i Sverige och det lättaste sättet att se detta är i samband med delårsrapporter där ordentliga avvikelser från förväntansbilden i

kvartalsrapporterna leder till nästan omedelbara kursreaktioner. Marknaden behöver inte vara enig i denna bedömning utan Jansson menar att marknadens uppfattning är summan av en massa värderingar och det är detta som leder till en effektiv marknad. Jansson ”tror...att styrelsen är livsviktig” för företagets framgång. Han återkommer till det som de andra intervjupersonerna sagt, nämligen att en bra styrelse leder till ett bra företag eftersom styrelsen väljer verkställande direktör. Han säger att man från analytikernas sida inte utvärderar styrelsen utifrån någon fast uppgjord mall eller tittar på hur mycket kompetenser de besitter. Generellt sett finns det mer industriell kompetens än finansiell i svenska styrelser enligt Jansson. Följaktligen kan man se att när till exempel kapitalstrukturfrågor är i fokus agerar ofta de företag som har den kompetensen i styrelsen på ett bättre sätt ur aktiemarknadens perspektiv. På frågan om börsen kommer att reagera på ett byte i styrelsen svarar Jansson att det beror på vad den personen sänder ut för signaler. Om det till exempel är en storägare eller ordförande som byts har det mycket större signalvärde. En förändring i styrelsen är en inte lika uppenbar variabel som kvartalsrapporten och det kan ta lite längre tid för analytikerna att se vad denna får för konsekvenser. Jansson menar att Corporate Governance har fått ett större utrymme i debatten och att det påverkar styrelsens sammansättning men att koppla detta till bättre lönsamhet i bolaget ser han som svårt att bevisa. Han är av den åsikten att aktiemarknaden inte är utrustad med verktyg för att analysera mjuka faktorer.

4.4 SAMMANFATTNING AV EMPIRIN

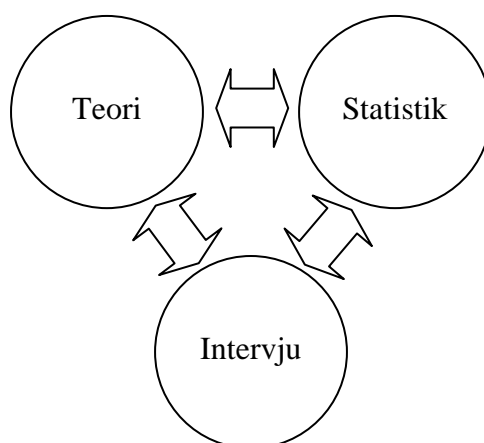
Andelen kvinnor i svenska styrelser varierar mellan olika branscher från 26 % (Heath Care) till 13 % (Information Technology) med ett snitt på 19 %. Vanligaste nationalitet förutom svensk är finsk, följt av olika engelskspråkiga länder. 47 % av ledamöterna har en ekonomisk utbildning motsvarande civilekonom eller kandidat/magister i ekonomi och 22 % har någon form av ingenjörsk- eller naturvetenskaplig utbildning. Andelen ledamöter som inte verkar ha någon utbildning alls är hela 14 %. Andelen som har doktorerat är 12 % (ej Doctor Honoris Causa) där särskilt tekniska doktorer är vanligt. Medelåldern för en ledamot är cirka 57 år där män är äldre än kvinnor och de allra flesta är oberoende mot företaget (87 %) och mot aktieägarna (77 %). Få av de statistiska tester som genomförts har kunnat påvisa någon korrelation som statistiskt går att säkerställa på en 95-procentig signifikansnivå. Endast test på ålder och nationalitet på dag 4 respektive dag 2 har gett signifikanta resultat. Däremot förekommer vissa skönjbara samband som ej bör förkastas då vi inte har ett stickprov ur A-listan utan faktiskt hela populationen. Att sänka medelåldern i styrelsen samt att minska den nationella diversifieringen är något som 2-3

dagarna efter offentliggörandet av informationen om nya styrelseledamöter påverkar börskursen positivt. Att införa fler kvinnor har en svag negativ tendens, likaså att minska antalet ledamöter med kopplingar till stora ägare. Däremot spelade utbildning, beroende gentemot företaget samt styrelsens storlek en i stort sett obetydlig roll.

Intervjuer av sju ledande personer inom svensk Corporate Governance och bevakning av denna genomfördes. Av intervjuerna framkom flera intressanta perspektiv på styrelsens sammansättning, egenskaper och arbete. Egenskaper som värderas i styrelsen är enligt intervjuerna främst integritet, helhetssyn och affärssinne. Att vara insatt i branschen eller företaget i fråga är positivt men inte ett absolut måste. För att en styrelse ska vara effektiv krävs att ledamöterna kompletterar varandra och samarbetar bra. Ordförande är av stor vikt för detta arbete. Trots att ledamöterna bör ha olika bakgrund får de inte vara för specialiserade på bekostnad av helhetssyn och känsla för affärer. Svenska ledamöter representerar ofta stora ägare och generellt är svensk Corporate Governance bra även om det finns möjligheter till förbättring av styrelsers sammansättning. Dagens arbete med nomineringskommittéer ses som något positivt även om det är svårt för dessa att finna och attrahera rätt personal till styrelseledamöter då utbudet är begränsat. Beroende ledamöter ses som någonting positivt men det finns en god tanke med att några av ledamöterna ska vara oberoende av stora ägare. Styrelsen är av stor vikt för företaget och speciellt viktig blir styrelsen i tider av osäkerhet och strategiska vägval. Däremot är styrelsens sammansättning inget som direkt avspeglar sig i aktiekursen utan snarare indirekt på längre sikt. Den svenska aktiemarknaden är en relativt effektiv marknad. Analytiker anser att styrelsen är viktig för ett företag men att värdering av företag snarare sker med hjälp av ekonomiska rapporter. Om aktiemarknaden ska reagera på ett byte av ledamot är det signalerna som detta byte sänder ut som värderas. Aktiemarknaden tar oftast inte hänsyn till sådana mjuka faktorer i sina värderingar.

5 ANALYS

I detta kapitel kommer vi att sammankoppla vår teoretiska referensram med den empiriska studien men även den empiriska studiens två delar ställs emot varandra. Med detta som utgångspunkt förs en diskussion kring problemområdet.



5.1 TEORIER OCH INTERVJUER

När teorierna ställs mot de intervjuades uttalanden uppenbarar sig många likheter men likväl skillnader. De genomförda intervjuerna pekar på en stor medvetenhet om Corporate Governance. I allmänhet är personerna politiskt korrekta, insatta i begrepp och aktuell debatt. Deras uttalanden stämmer väl överens med den teoretiska referensramen. I alla intervjusituationer kan man ifrågasätta uppriktigheten i de tillfrågades svar. Koden för svensk bolagsstyrning reglerar även frågor som är av politiskt känslig natur. Under intervjuerna har ordförandes vikt för styrelsearbetet framhävts där dennes ansvar för att sätta samman styrelsen när han leder nomineringskommittén och ansvar inför styrelsemöten påverkar gruppdynamiken och kvaliteten på diskussioner och beslut.

Vad anbelangar de egenskaper som värderas högt för goda styrelseledamöter, anger intervjuobjekten en annan rangordning än teorierna. Då teorierna främst premierar samarbetsförmåga samt olika bakgrunder, erfarenheter och kompetenser ser sittande styrelseledamöter främst till uppgiftens karaktär och premierar affärssinne, kunskap om bransch,

integritet och helhetssyn. Dessa må vara egenskaper som är mer specifikt uppgiftsrelaterade men skillnaden är ändå värd att notera. Först i andra hand nämns diversifiering i den mening som teorierna diskuterar den. Som ett exempel är styrelsevana en eftertraktad egenskap i praktiken men det nämns så gott som inget om detta i teorierna. Möjligtvis kan denna egenskap klassificeras som samarbetsförmåga då ledamöten har tidigare erfarenhet av att arbeta i team om den besitter styrelsevana. Sökta ledamöter ska gärna bidra till diversifiering enligt intervjuerna men inte i den utsträckning som teamteori förespråkar. Här skiljer sig följaktligen vedertagna teorier om teammedlemmars egenskaper med dem som uttalas av de intervjuade. Anledningen kan vara att det finns tvetydigheter i begreppen runt dessa egenskaper eller att vissa egenskaper uppfattas så självklara att de inte behöver tas upp. Eventuellt är den moraliska aspekten till diversifiering den största och därmed den drivande kraften snarare än den teoretiska eller kommersiella.

Shareholder/stakeholder-teorin kan kopplas till intervjupersonernas åsikter om ledamöternas egenskaper. Det eftersökta helikopterperspektivet kan vara en förutsättning för att tillgodose många intressenters behov. Vidare krävs för att en styrelse ska kunna agera aktivt i bolaget, och inte endast kontrollera ledningen, att de är insatta i branschen och hur företaget fungerar. Affärssinne värderas vilket är koherent med att aktieägarnas intressen skall tillgodoses och styrelsevana är en viktig egenskap, kanske till och med viktigare än mer specifika kompetenser. Dessutom krävs integritet för att styrelsen ska våga ta beslut som kanske inte gynnar aktieägarna i det korta perspektivet för att istället tillgodose andra intressenter som anställda, och medborgare. Förslag på att tillsätta representanter för kunder och leverantörer i styrelsen är ett ytterligare steg i den riktningen.

Det resursbaserade perspektivet går att applicera på de intervjuades uttalanden om att styrelsen och dess ledamöter är viktiga för företaget och därmed värdefulla. Att få tag på ledamöter med de rätta egenskaperna och erfarenheterna är svårt och tyder på att sådana ledamöter är en bristvara. I enlighet med grupp teorin är inte styrelsen effektiv om den består av för likartade personer men med höga kompetenser. Istället är det grupp dynamiken som uppstår när styrelsen sammansätts på ett fördelaktigt sätt som gör den värdefull, effektiv och svår att imitera. Om ledamöternas nätverk, specifika kompetenser och egenskaper tas till vara så att den inkorporerar företagets kunder, aktieägare, leverantörer och andra intressenter är det en välorganiserad resurs och en potentiell källa till varaktiga konkurrensfördelar. I och med att det kan råda ett motsatsförhållande mellan styrelsens effektivitet och dess heterogenitet, blir rätt utformning av

styrelsen svår att hitta, vilket understöder dess potential som svårimiterbar. Intervjupersonerna visar hög acceptans för koden för bolagsstyrning. Koden i sin tur stöder relevanta bitar ur teorin om Corporate Governance. Detta gör att man indirekt kan anta att ledamöter accepterar ledande teorier på området, särskilt som de själva varit remissinstans för koden.

Sammansättning av ledamöter är viktigt både enligt teori och enligt intervjuerna. Styrelsens ordförande är i synnerhet ett viktigt element i styrelsen. Både teorierna och de intervjuade är överens om att ordförandens roll är vital för bolaget. Ett starkt ledarskap är en förutsättning för att skapa ett effektivt team. Ordföranden är ansvarig för sammansättningen av styrelsen i form av teamarkitekt så att förutsättningar för ett bra arbete finns. Ordföranden ser ofta till styrelsens helhet och vilka kompetenser som behövs vid tillsättandet av nya ledamöter. Han eller hon är även ansvarig för att leda arbetet under dess gång så att alla ledamöter presterar sitt bästa. Därmed stämmer teorier väl överens med praktiken vad avser styrelsens sammansättning och dess tillsättande. Detta kan ses som att styrelserna är välbekanta med hur arbetsprocessen bör gå till i ett effektivt team och hur en ledare skall agera.

Åsikterna skiljer sig något i oberoendefrågan. Teorin hävdar att det är positivt ju fler ledamöter som är oberoende. De beroende ledamöterna har ett egenintresse i företaget och kan inte fatta beslut efter deras egna dolda agenda som kanske inte alltid är det bästa för företags väl. Paralleller som kan dras till agentteorin är uppenbara och för att minska de negativa konsekvenserna av detta förespråkas en utvidgad bredd på styrelsen. De intervjuade som uttalat sig i frågan förstår poängen med oberoende ledamöter men uppskattar ändå att stora ägare tar sitt ansvar. Detta kan vara ett tecken på att det inte finns tillräckliga incitament för de oberoende ledamöterna att göra ett fullgott arbete som för de beroende. För att få en balans mellan de beroende ledamöternas viljor och åsikter förespråkade Treschow att fler intressenter bör vara representerade i styrelsen.

Genom att den gentemot företaget oberoende ledamöten inte kan agera opportunistisk, det vill säga kan kontrollera och vid behov avskeda en ledning utan personliga förbehåll, uppstår ett förhållande där ledningens arbete effektivt kontrolleras av en person vars mål kongruerar med aktieägarnas. Därför stöder agentteorin kodens krav på oberoende ledamöter i företagsstyrelsen. Ledamöter oberoende gentemot företaget är effektiva enligt transaktionskostnadsteorin enligt samma resonemang. Kostnaden för kontakt, kontrakt och kontroll är låga i relation till det värde bolaget skapar. Ledamöter som är oberoende gentemot aktieägarna kan genom sin frispråkighet

bidra till gruppdynamiken i styrelsen. Ett visst stöd för oberoende ledamöter återfinns i intervjumaterialet även om det snarare är så att oberoende ledamöter ses som något nödvändigt ont där beroende ledamöter egentligen är att föredra.

Trots att teamteorin i lösa ordalag förespråkar en diversifierad styrelse talar delar av empirin mot detta. Flera intervjuobjekt målar upp en relativt standardiserad bild av hur en ledamot bör se ut. Detta kan bero på att de faktiskt saknar personer med dessa egenskaper för att uppnå rätt balans mellan diversifiering och effektivitet. Det kan också bero på att dagens styrelser egentligen är för litet diversifierade men att de är omedvetna om det. Klasshegemoniteorin utmanas av nomineringskommittén som på ett systematiskt sätt ska arbeta för att ledamöter väljs in på grund av sina erfarenheter, personliga egenskaper och kompetenser, samt deras representation. På detta sätt försvåras det för en härskande klass att behålla makten och istället ökar den meritokratiska makten.

Att ett byte av en styrelseledamot skulle ge utslag i aktiekursen är de flesta respondenterna överens om att det skulle vara osannolikt. Detta är märkligt eftersom de samtidigt påstår, i enlighet med teorin, att styrelsen är mycket viktig för företaget. Rimligen borde då aktiekursen reagera på förändringar i styrelsen. Däremot kan vissa byten signalera olika budskap och därmed påverka aktiekursen. Särskilt byte av ordförande borde ge utslag på aktiekursen då denna person, enligt teori och intervju, är särskilt viktig. Därmed är inte sagt var gränsen går för vad som värderas av marknaden respektive inte tas med i beräkningarna. Teorin om effektiva marknader säger att all information på ett eller annat sätt kommer att avspeglats i börskursen. Detta leder i så fall till att ett byte borde avspeglats i aktiekursen.

5.2 STATISTISK ANALYS, KARTLÄGGNING OCH TEORIER

En stor del av de styrelseledamöterna som ingår i kartläggningen har en hög utbildningsnivå. Tidigare erfarenheter och utbildning kan enligt agentteorin vara till hjälp för att vinna förtroende. Principalen, eller ägarna, delegerar sitt arbete till agenten, ledningen, och för detta krävs det förtroende dem emellan. Bolagets ägare måste också kunna lita på att styrelsen utför sitt arbete på rätt sätt, annars kan det ligga bolaget till last och i förlängningen vara negativt för ägarna.

Aktiemarknaden verkar dock inte anse att utbildningsnivån hos styrelseledamöterna är av någon större betydelse. Tvärt emot denna undersöknings grundhypotes om att diversifiering av styrelser

skulle vara positivt, visar den kvantitativa dataanalysen att utbildning inte inverkar på marknadens värdering av företaget. Detta strider även mot teamteorin som hävdar att olika kompetenser borde inverka positivt på teamets resultat. En möjlig förklaring till detta är att utbildning inte nödvändigtvis stämmer överens med vilken typ av erfarenheter en ledamot har. Om erfarenheter är viktigare än utbildning och korrelationen är dålig mellan utbildning och faktiskt erfarenhet skulle det inte visa sig i detta test. Utbildning är dock en del av erfarenheten och marknaden i undersökningen värderar inte ledamöter utan utbildning negativt. Sedermera går det att göra gällande att den nödvändiga erfarenheten för att sitta i en styrelse kan fås både med eller utan utbildning i botten.

Teorin om klasshegemoni skapar en bild av elitism där makt delas av en liten homogen sammanhållen grupp. Akademisk utbildning skulle kunna ses som ett inträdeskrav till informella nätverk och möjliggöra delaktighet i denna grupp. Detta skulle både kunna förklara överrepresentationen av akademiker i styrelser och varför de 53 ledamöter som verkar sakna högre utbildning klarar sig bra ändå samt varför aktiemarknaden inte reagerar på ledamöters utbildning. De 53 ledamöterna som förmodas vara utan högre utbildning har förmodligen arbetat länge och på så sätt kommit in i nätverket i alla fall och det viktiga är egentligen hur väl de sköter sitt arbete, inte vilken utbildning de har.

Dataanalysen fann inga korrelationer mellan styrelseledamotens kön och värderingen på företaget, inte heller någon teori ger starkt stöd för en sådan tes. Däremot har en del av intervjupersonerna tryckt på betydelsen av att ha både män och kvinnor i styrelsen. Det går dock att hävda att en styrelse bestående av mer än ett kön skulle ha bättre dynamik samt bättre representera och återspegla sina kunder och anställda i enlighet med shareholder/stakeholder-teorin. Även om inga teorier specifikt framhäver könsperspektivet eller vad det innebär med en ökad andel kvinnor i styrelsen är det ändå värt att undersöka eftersom det under senare tid varit fokus för en stor debatt. Det är överraskande att se att marknaden värderar ett inträde i styrelsen av en kvinna som något negativt, bland annat med tanke på att politiker i Sverige har talat om att införa regler om kvotering i svenska börsstyrelsen. Kanske har diskussionen blivit så het att marknaden oroar sig för att bolagen väljer in kvinnor endast för att det är politiskt korrekt.

Att styrelsens storlek har inverkan på företagets framgång är inte anmärkningsvärt. Däremot går åsikterna isär om det är en fördel att styrelsen består av få eller flera ledamöter. Agent- och teamteorin stöder påståendet att få ledamöter är till gagn för bolaget. Bland annat blir arbetet

lättare att koncentrera kring vissa punkter som alla kan komma överens om och kommunikationen underlättas av att ha få ledamöter. Resurs- och intressentteorin däremot kan argumentera för att fler ledamöter har möjlighet att täcka fler kompetensområden och intressenter. Sammantaget neutraliserar teorierna varandra. Inte heller datamaterialet visade att marknaden värderar en stor eller liten styrelse på olika sätt.

Den ursprungliga hypotesen var att en högre ålder skulle medföra mer erfarenhet och kompetens och därmed vara en strategisk resurs för bolaget. Vår statistiska analys pekar däremot på motsatsen. Möjligen påverkas teamets dynamik av en för hög ålder samt styrelsens förmåga till aktiv bevakning av aktieägarnas intressen. Istället skulle yngre ledamöter jobba mer effektivt, lägger ner mer tid och vara mer engagerade. En möjlig förklaring till varför marknaden värderar hög ålder som något negativt kan också vara att dessa ledamöter arbetat länge i företaget och på så sätt blivit beroende mot företaget.

Rörande ledamöternas nationalitet har det visats sig finnas ett signifikant positivt samband mellan homogenitet och framgång, det vill säga att utländska ledamöter påverka aktiekursen negativt. Detta är anmärkningsvärt då denna korrelation talar mot såväl den resursbaserade teorin som shareholder/stakeholder-teorin. Särskilt om företaget har etablerade internationella relationer. Kanske kan det förklaras av att styrelsens effektivitet drabbas för hårt av stora kulturella skillnader i gruppen. En annan möjlig förklaring är att en utländsk medborgare är mindre känd för svenska analytiker och marknaden reagerar ofta negativt på osäkerhet.

En intressant trend är att vid ökat beroende gentemot storägarna går aktiekursen upp. Detta både stöds och motsägs av koden för bolagsstyrning, beroende på tolkning. Koden ställer minimikrav på två oberoende ledamöter vilket indikerar att oberoende är något positivt. Samtidigt antyds att dessa två oberoende ledamöter är fullt tillräckligt för att tillgodose behovet av oberoende. Att kursen går upp kan också betyda att marknaden litar på att de som representerar ägarna i en styrelse tar bra beslut vad det gäller företagets utveckling. Denna möjliga förklaring går dock stick i stäv med det som tidigare sagts i analysen om ledamöters utbildning och relationen mellan ledamöterna och ägarna.

På de tester där vi hittade signifikans var insvägningstiden två till fyra dagar. Denna undersöknings resultat har visat signifikans på de båda parametrarna nationalitet och ålder. I teorin hävdas det att vi i Sverige har en effektiv marknad och att med all möjlig information

borde marknaden reagera omedelbart. Ett exempel är kursförändringar som följer på resultatrapporter och liknande. Att det har tagit tre dagar för marknaden att reagera kan ses som ett bevis på att Sverige inte har en effektiv marknad. Däremot påpekar aktieanalytikern Björn Jansson att för mjuka variabler borde marknaden behöva ett antal dagar för att värdera vad förändringen innebär för bolaget såsom ändringar i strategi, företagsförvärv och ökat ägarinflytande. Men det är också ett möjligt bevis på att marknaden värderar några av de egenskaper som undersökts, men att det tar längre tid att analysera vilket värde egenskaperna har.

5.3 INTERVJU VS STATISTISK ANALYS

Vid en närmare studie av datamaterial kan både koherenser och inkoherenser med intervjuerna skönjas. De egenskaper som värderas i intervjuerna är parametrar som i undersökningen varit svåra att mäta. De är ofta subjektiva, svåra att kvantifiera och svåra att få information om. De parametrar som mättes i undersökningen är oftast inte de som en styrelseledamot väljs på. Intervjuerna förespråkade mjukare egenskaper som integritet och affärssinne vilka undersökningen inte varit utformad för att mäta.

Det kanske mest fascinerande är de intervjuade ledamöternas syn på diversifiering. De var på det hela positivt inställda till en allmän diversifiering av styrelsen. De tyckte själva att olika kompetenser måste vara representerade och önskade gärna en ytterligare diversifiering. Däremot verkar inte marknaden ha samma uppfattning. I regel visar de genomförda testerna att diversifiering snarare är något negativt även om det framför allt rör sig om trender.

Mindre samstämmig är diskussionen kring andelen oberoende ledamöter. Treschow tyckte att så många som möjligt ska vara oberoende medan Sundewall föredrog motsatsen. De statistiska testerna visar att ett starkt ägarskap i form av många ledamöter som har ett egenintresse i företaget i regel var positivt för aktiekursens utveckling. Långsiktigheten i detta är svår att sätta om men bevisligen uppskattar marknaden när de stora ägarna visar intresse för sina investeringar och tar en mer aktiv roll i bolaget.

Könsdiversifieringen är något som alla ledamöter tar upp som en punkt för förbättring. Det som dock går att utläsa av datamaterialet är att denna del av diversifieringen inte kommit speciellt långt och att det heller inte går fort mot en mer jämlik styrelsesammansättning i Sverige. Processen understöds inte heller av att det finns tendenser att värdera könsdiversifiering som

något negativt som studien visar. Vår tes om att ålder skulle tillföra mer erfarenhet och därmed öka diversifieringen stöds inte av datamaterialet och inte heller av Dahlbäcks uttalande som sätter en övre gräns på åldern för en lämplig ledamot.

5.4 SAMMANFATTNING AV ANALYS

De intervjuade personerna, den statistiska dataanalysen och teorier inom Corporate Governance ger både en motstridig och bekräftande bild. Vad det gäller ledamöternas egenskaper stämmer teori och intervjuer överens i stora drag även om prioriteringarna ser något annorlunda ut. Diversifieringen av styrelser sammansättning förespråkas både av teorin och av intervjuer medan dataanalys snarare pekar på att diversifiering påverkar företagets framgång negativt. Möjligen är ledamöternas uttalanden färgade av vad som är politiskt korrekt och socialt motiverat. De teorier som använts som ramverk är egentligen inte lämpade för att appliceras på styrelser och måste därför utvecklas. Oberoendefrågan är svår att uttala sig om då varken intervju eller dataanalys ger ett tydligt svar även om det kan tyckas att det borde göra det med tanke på dess centrala ställning i både den svenska och de utländska koderna.

Rätt organiserad kan styrelsen bli en långsiktig konkurrensfördel enligt både teori och intervjuer. Svårigheten är just att avgöra vad som är rätt organiserad och vad som ska organiseras. Styrelsens ordförande spelar här en viktig roll medan nomineringskommittén kan skapa goda förutsättningar.

Utbildningen hos ledamöterna verkar inte vara relevant för hur styrelsen påverkar bolagets framgång, inte heller beroendeförhållande eller kön. Ålder och nationalitet påverkar snarare bolaget negativt när dessa leder till ökad diversifiering och mer erfarenhet. Sammantaget ger analysen inget stöd åt diversifiering av styrelsen.

Diversifiering med avseende på kön har visat sig vara negativt för bolagets framgång och kan bero på att marknaden tror att de väljs in för att det är politiskt korrekt, passar in i shareholder-teorin men att investerare inte värderar det positivt. I analysen betyder detta att aktiekursen påverkats negativt när andelen kvinnor ökat vilket inte ger något utökat stöd till att kvotera in kvinnor i styrelser. Enligt analysen är det inte heller positivt att ha utländska ledamöter trots att de undersökta företagen i stor utsträckning har internationella kunder eller leverantörer.

Beroendet mot aktieägarna påverkar marknaden på ett positivt sätt vilket indikerar starka aktiva ägare även ses som positivt i för övriga aktieägare.

Datamaterialet är svårt att koppla till intervjuerna då dataanalysen pekar på mer hårda variabler medan intervjuerna pekar på mjukare. Intervjupersonerna ställde sig inte bara positiva till diversifiering utan såg det även som en fördel. Dataanalysen pekar framförallt åt att diversifiering inte gynnar styrelsens arbete om inte lägre ålder gynnar gruppdynamiken. Särskilt vad det gäller diversifiering av kön skiljer sig dataanalysen och intervjuerna sig åt.

6 SLUTSATS

Detta kapitel avslutar uppsatsen och presenterar de slutsatser vi har kommit fram till. Kapitlet avslutas med förslag till framtida forskning.

6.1 SLUTSATSER

Målet med denna uppsats har varit att besvara två frågor rörande A-listade styrelser. Den första frågan *Bidrar en diversifierad styrelse till företagets framgång?* kan inte entydigt besvaras. Beroende på utgångspunkt; teori, intervju eller dataanalys, dras olika slutsatser. Den teoretiska utgångspunkten ger inget starkt stöd för att en diversifierad styrelse på ett signifikant sätt skulle bidra till företagets framgång. Det handlar mer om att styrelsen ska se till att bolaget inte missköts, bevaka att aktieägarnas krav efterlevs och att andra intressenters preferenser tillgodoses. Till viss del kan dessa mål uppfyllas på ett bättre sätt om styrelsen diversifieras men det är svårt att koppla det till en ökad framgång i bolaget. Dataanalysen pekar, tvärt emot vår hypotes, på att diversifiering inte är positivt för bolagets framgång. I de fall som en statistisk signifikansnivå har uppnåtts pekar detta på att diversifiering inte är positivt för företaget. Taget i beaktande att vi har studerat hela populationen av A-listade bolag är det även motiverat att beakta analyser som inte givit höga statistiska signifikansnivåer. Stödet för diversifiering blir då än svagare. Intervjumaterialet talar däremot främst för en ökad diversifiering, framför allt av lönsamhetsskäl, även om delade meningar råder om vilken typ av diversifiering som är viktigast. Sannolikt är dessa uttalanden färgade av opinion och allmän debatt men tar även hänsyn till bolagets övriga intressenter där även en bredare allmänhet ingår. Sammanfattningsvis kommer en diversifierad styrelse inte öka bolagets framgång men vara en nödvändighet för att kunna agera i den politiska och sociala kontexten.

Uppsatsens bifråga *Hur värderas styrelsens sammansättning i teori och praktik?* besvaras endast med hjälp av intervjuerna. Även om nya ledamöter både bör ersätta tidigare ledamöters kompetenser och komplettera sittande styrelseledamöter verkar det som om mjuka faktorer är högre prioriterade. Styrelsevana, integritet, förmåga att arbeta i grupp, affärssinne och att våga framföra sina åsikter är viktiga egenskaper. Eftersom dessa egenskaper är svåra att förmedla på annat sätt

än genom personliga relationer blir tillhörigheten till informella nätverk viktig för att bli tilltänkt för en ledig plats i en styrelse.

Svenska aktiemarknaden uppvisar tecken på att den inte är effektiv när det gäller att värdera mjukare information. Viss information tar 2-4 dagar att bearbeta innan signifikanta nivåer uppstår vilket är lång tid i dessa sammanhang. Vad detta får för konsekvenser lämnar vi till andra att studera.

6.2 FÖRSLAG TILL FRAMTIDA FORSKNING STUDIER

Mer forskning krävs för att avgöra vad som är bra Corporate Governance. Vår studie pekar inte i samma riktning som tidigare forskning varför studien bör upprepas i andra länder eller kontexter. Bättre belägg behövs för att bekräfta eller förkasta de teorier som används på området samt för att skapa nya teorier utifrån oväntade resultat. Dessutom bör könsperspektivet utredas innan en kvotering av kvinnor genomförs så att konsekvenserna för denna kan analyseras.

Till vidare forskning lämnar vi en värdefull databas med 8500 uppgifter om aktiekursen, branscher, styrelseledamöter, deras egenskaper och hur detta har förändrats mellan 2003 och 2004 i 53 bolag noterade på den svenska A-listan. Fler statistiska tester kan utföras på dessa befintliga data, till exempel mer branschspecifik analys eller utökad kartläggning. Möjligheten kvarstår att komplettera databasen med fler mätvariabler som eventuellt ger högre statistisk säkerhet. Det är även intressant att göra liknande studie vid andra tidpunkter än den vi använt oss av. Historiska data finns att tillgå och framtiden kommer denna typ av undersökning underlättas alltmer.

Stöd för intervjuernas uttalanden skulle kunna sökas om databasen utökades med mjukare data även om denna är svår att sammanställa. Denna skulle kunna kompletteras för att studera framstående personer inom svenskt näringslivs åsikter om nutida Corporate Governance.

Med dessa ord och en klapp på axeln lämnar vi över stafettpippen till vetgiriga likasinnade.

KÄLLFÖRTECKNING

I detta kapitel redogörs samtliga källor som använts i rapporten, uppdelat i litteratur, elektroniska källor, årsredovisningar, pressreleaser, kallelser till bolagsstämmor och muntliga källor.

PUBLICERADE KÄLLOR

BÖCKER

- Andersen, I., (1998) *Den uppenbara verkligheten - Val av samhällsvetenskaplig metod*. Studentlitteratur, Lund.
- Backman, J., (1998). *Rapporter och uppsatser*. Studentlitteratur, Lund.
- Bruzelijs, L., Skärvad, P-H. (2000) *Integrerad organisationslära*. Studentlitteratur, Lund.
- Fristedt, D., Sundqvist, S. (2003) *Styrelser och Revisorer i Svenska börsbolag 2004* Dagens Nyheter, Stockholm.
- Fristedt, D., Sundqvist, S. (2004) *Styrelser och Revisorer i Svenska börsbolag 2005* Dagens Nyheter, Stockholm.
- Grant, R., (2002) *Contemporary strategy analysis: Concepts Techniques*. 3:e upplagan, Blackwell, Cambridge.
- Hatch, M. J., (1997) *Organisationsteori – Moderna, symboliska och postmoderna perspektiv* Studentlitteratur, Lund.
- Holme, I., Solvang, B. (1997) *Forskningsmetodik – om kvalitativa och kvantitativa metoder* Studentlitteratur, Lund.
- Hägg, C. (1989) *Värdering av aktier* Studentlitteratur, Lund.
- Jacobsen, D. I., (2002) *Vad, Hur och varför?* Studentlitteratur, Lund:
- Lind, J-I., Skärvad, P-H., (1997) *Nya Team i organisationernas värld*. Liber Ekonomi, Malmö
- Lundahl, U., Skärvad, P-H. (1999) *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*. Studentlitteratur, Lund.
- Mallin, C. (2004) *Corporate Governance* Oxford University Press, New York
- Patel, R., Davidsson, B. (1994) *Forskningsmetodikens grunder "Att planera, genomföra och rapportera en undersökning"*. Studentlitteratur, Lund.
- Reinecker, L., Stray Jørgensen, P. (2004) *Att skriva en bra uppsats*. Liber, Lund.

Sundin, A., Sundqvist, S., (2002). *Styrelser och Revisorer i Svenska börsbolag 2003*. Dagens Nyheter, Stockholm.

ARTIKLAR

Allen, M., Renner, C., English, D. (2004) Evaluating the Corporate Board, *Strategic Finance*, (Jan 2004) s. 37.

Alves, C., Mendes, V. (2004) Corporate Governance Policy and Company Performance: the Portuguese case. *Corporate Governance* (July 2004), Vol 12, No 3.

de Andres, P., Azofra, V., Lopez, F., (2005) Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. I: *Corporate Governance*. Vol 13 2005 s. 197-210.

Barney, J. B. (1996) Bringing managers back in; A resource based analysis of the role of managers in creating and sustaining competitive advantage for firms. Texas A&M University.

Bhojraj, S., Sengupta, P. (2003) Effect of corporate governance on board ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*. (Jul 2003).

Carter, D. Simkis, B. Simpson W. G. (2003) Corporate Governance, Board Diversity and firm value I: *Financial Review* 38, 2003, s. 33-53.

Collier J., (2004) Measuring and evaluating board performance, Measuring Business Excellence, *ABI/INFORM Global* s. 12.

Dehaene, A., De Vuyst, V., Ooghe, H. (2001) Corporate performance and Board Structure in Belgian Companies *Long Range Planning* No 34 s. 383-398.

Dulewicz, V., Herbert, P. (2004) Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies? I: *Corporate Governance* Vol 12 No 3.

Edling, L. (2004-11-02) *Affärsvärlden*, s. 1.

Heracleous, L. (2001) What is the impact of Corporate Governance on organisational performance? I: *Corporate Governance*. Vol 9 No 3, 2001. s. 165-173.

Ingle, C., van der Walt, N., Shergill, G., Townsend, A. (2004) Diversity – Does it make a better board? *New Zealand Management*, Auckland Nov 2004 s. 80.

Ingle, C.B., van der Walt, N.T. (2003a) Board configuration: building better boards I: *Corporate Governance*. Vol 3 No 4, 2003. s. 5-17.

Ingle, C.B., van der Walt, N.T. (2003b) Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors I: *Corporate Governance*. Vol 11 No3, 2003. s. 218-234.

Jacobsson, C. (2005-05-10) Trögare få in kvinnor - Den snabba ökningen av kvinnor i bolagsstyrelserna har stannat av I: *Dagens Nyheter*.

- Korac-Kakabadse, N., Kakabadse, A., Kouzmin, A., Board governance and company performance: any correlations? I: *Corporate Governance*. Vol 1 No1 2001. s. 24-30.
- Kula, V. (2005) The impact of the roles, structure and process of board on firm performance: evidence from Turkey. *Corporate Governance*, (March 2005) Vol 13 No 2.
- Letendre, L. (2004) The dynamics of the boardroom *Academy of management executive*, vol 18, No 1.
- Nicholson, G., Kiel G. Breakthrough board performance: how to harness you board's intellectual capital. I: *Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance*. Volume 4 Issue 1 2004 s. 5-23.
- Ouchi, W.G. (1979) A conceptual framework for the design of organizational control mechanisms, I: *Management Science* No. 25 (Sept) s. 833-848.
- Oxelheim, L. Randøy, T. (2001) The impact of foreign board membership, *Working paper no 567*, The Research Institute of Industrial Economics.
- Ramaswamy, K., Li, M. (2001) Foreign investors, foreign directors and corporate diversification: An empirical examination of large manufacturing companies in India *Asia Pacific journal of Management* (Jun 2001) s. 207.
- U.A, Building better boards I: *Business Europe*. Vol 41 2001 s. 1-2.

ANDRA PUBLICERADE VERK

- Aktiespararnas Ägarstyrningspolicy, 2003, 4.e versionen.
- Kodgruppen, Justitsiedepartementet (2004-12-16) Svensk kod för bolagsstyrning SOU 2004:130.
- McKinsey & Company (2000) Investor opinion survey. London.
- NBK (Näringslivets Börskommitté) – Val till styrelse (1994).
- NOREX Alliance Common industry classification standard (April 2004).
- Noteringsavtalet för Stockholmsbörsen, (2003-07-01).
- SOU 2004:130 Svensk kod för bolagsstyrning – Betänkandet.

ÅRSREDOVISNINGAR 2003 OCH 2004

Årsredovisningar för 2003 och 2004 för samtliga bolag på A-listan

PRESSRELEASER

AstraZeneca	2004-03-11
Atlas Copco	2004-03-22
Autoliv Inc	2004-03-08
Beijer	2004-03-24
Bergm&Beving	2004-07-22

Bure Equity	2004-03-30
Cardo	2004-02-24
Electrolux	2004-03-17
Elekta	2004-08-23
Ericsson	2004-03-04
FöreningsSparbanken	2004-04-14
Gambro	2004-03-16
Getinge	2004-03-23
Gunnebo	2004-03-01
Haldex	2004-01-21
Hexagon	2004-04-02
Holmen	2004-02-26
Hufvudstaden	2004-01-15
Höganäs	2004-03-26
Industriv.	2004-02-26
Investor	2004-02-20
JM	2004-03-25
Lindex	2004-10-29
Nobel Biocare AG	2004-04-02
Nokia	2004-01-22
Nordea Bank	2004-02-25
OMX AB	2004-02-16
Sandvik	2004-04-05
Sardus	2004-02-27
SAS AB	2004-03-24
SCA	2004-02-03, 2004-02-20
Scania	2004-03-29
Scribona	2004-03-02
SEB	2004-03-02
Seco Tools	2004-03-31
Securitas	2004-03-08
SHB	2004-03-26
Skandia	2004-03-16, 2004-03-19
Skanska	2004-02-25

SKF	2004-03-11
SSAB	2004-03-12
Stora Enso	2004-02-04
Swedish Match	2004-02-05, 2004-03-19
TeliaSonera	2004-04-20
Ticket	2004-03-09
Tietoenator	2004-02-27
Trelleborg	2004-03-16
TV4	2004-03-19
WM-data	2004-03-10
Volvo	2004-02-03
Ångpanneförening	2004-04-06

KALLELSER TILL BOLAGSSTÄMMOR

ABB Ltd	2004-04-19
Assa Abloy	2004-03-22
AstraZeneca	2004-03-15
Atlas Copco	2004-03-26
Autoliv Inc	2004-03-08
Beijer	2004-03-24
Bergm&Beving	2004-07-22
Bure Equity	2004-03-30
Cardo	2004-02-24
Electrolux	2004-03-17
Elekta	2004-08-23
Ericsson	2004-03-05
FöreningsSparbanken	2004-04-14
Gambro	2004-03-16
Getinge	2004-03-23
Gunnebo	2004-03-01
Hexagon	2004-04-02
Holmen	2004-02-26
Industriv.	2004-02-26
Investor	2004-02-20
Lindex	2004-11-02

Nobel Biocare AG	2004-04-02
Nokia	2004-01-22
Nordea Bank	2004-02-25
OMX AB	2004-02-16
Sandvik	2004-04-05
Sardus	2004-02-27
SAS AB	2004-03-24
SCA	2004-02-26
Scania	2004-04-02
Scribona	2004-03-02
SEB	2004-03-02
Seco Tools	2004-03-31
Securitas	2004-03-08
SHB	2004-03-26
Skandia	2004-03-19
Skanska	2004-02-27
SKF	2004-03-11
SSAB	2004-03-12
Swedish Match	2004-03-26
TeliaSonera	2004-03-29
Ticket	2004-02-27
Tietoenator	2004-02-11
Trelleborg	2004-03-16
TV4	2004-03-19
WM-data	2004-03-10

ELEKTRONISKA KÄLLOR

2005-04-01 till 2005-05-15

<http://www.msci.com/>

<http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=46>

<http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=84>

http://www.aktiespararna.se/opinion/om_oss/policy_arbete_-_gandertt.asp

<http://www.abb.com/global/abbzh/abbzh251.nsf!OpenDatabase&db=/global/abbzh/abbzh252.nsf&v=76C6&e=us&c=68C4C47DB19A56C3C1256B800047FE78>
<http://www.assaabloy.se/article.php?topmenuid=314&leftmenuid=328&id=325&selected=314>
http://www.astrazeneca.se/omoss/start_styrelse.asp
<http://www.atlascopco-group.com/acgroup/acgroup-se.nsf/docs/Styrelse?OpenDocument>
http://www.autoliv.se/Apl_ALV/alvweb.nsf/pages/BA680831A8B942E4C1256CCD0049FF0
<http://www.bb.se/bolagsstyrning.asp?prmId=226>
<http://www.bure.se/>
http://www.cardo.se/1_6_1.asp
http://www.elekta.com/corporate.nsf/pgs_Frameset?openpage&url=board_of_directors
http://www.ericsson.com/about/board_directors/index.shtml
<http://www.fsb.se/sst/inf/out/infOutWww/0,,70414,00.html>
<http://193.15.174.143/Page.asp?id=1868>
http://www.getinge.com/c_directors.html
http://www.haldex.se/index_main.asp?f=/group/board.asp%3f
http://www.hexagon.se/group/board_directors.asp
<http://www.holmen.com/main.aspx?ID=85984d0e-115b-457a-81c4-9bf5292d883f>
http://www.hufvudstaden.se/om_hufvudstaden/styrelse.aspx
<http://www.hoganas.com/>
http://www.industrivarden.se/templates/Page_____115.aspx
http://www.investorab.com/sv_web/Om_Investor/Organisation/Styrelse/Board.htm
<http://www.jm.se/templates/Page.aspx?id=6257>
<http://investors.lindex.com/v3/index.php?p=cg&s=bod>
<http://investor.nobelbiocare.com/phoenix.zhtml?c=139018&p=irol-govboard>
<http://www.nokia.com/nokia/0,8764,33288,00.html>
<http://www.nordea.com/sitemod/default/widecare.aspx?pid=70612&strcorecontentarea=465>
http://www.omxgroup.com/company/se/about_gov_boardmembers.aspx?menu=company
<http://www.sandvik.se/sandvik/0010/Internet/se03369.nsf/GenerateTopFrameset?ReadForm&menu=&view=http%3A//www.sandvik.se/sandvik/0010/Internet/se03370.nsf/Alldocs/0CA96E3CB4610319C1256E5B0031C869&banner=/sandvik/0010/Internet/se03369.nsf/LookupAdm/BannerForm%3FOpenDocument>
<http://www.sardus.se/sve/index.htm?/sve/om/corp-Styrelse.htm>
http://www.scandinavian.net/EC/Apl/Home/FrontDoor/0,3479,LNG%253Dsv%2526SO%253D4D970D2585E2499C_B6EDE3B08DD02B78%2526MKT%253DSE,00.html

<http://www.sca.se/default.asp?/about/org-board.asp>
http://www.scania.com/about/company/how_scania_is_managed/Board_of_Directors/
<http://www.scribona.se/page.html?pid=63>
<http://taz.vv.sebank.se/cgi-bin/pts3/pow/wcp/sebgroup.asp?website=TAB1&lang=se>
<http://www.securitasgroup.com/>
<http://www.handelsbanken.se/ir>
<http://www.skandia.com/se/about/boardofdirectors.shtml>
<http://www.skanska.com/skanska/templates/page.asp?id=2503>
<http://www.skf.com/portal/skf/home/about?contentId=003990&lang=en>
http://www.ssab.se/koncernen_Styrelse.html
http://www.storaenso.com/CDAvgn/main/0,,1_-1960-12295-,00.html
http://www.swedishmatch.com/swe/start_ny.asp?f=/swe/About_Swedishmatch/includes/Styrelse.asp?
http://www.teliasonera.se/ts/teliasonera/sidtypTS_13.do?tabId=1&channelPage=%2FsidtypTS_13.do&channelId=-79482
<http://travelgroup.ticket.se/corporate/sv/styrelsen.html>
<http://www.tietoenator.se/default.asp?path=485;492;15436;17433>
<http://www.trelleborg.com/template/T005.asp?id=689&lang=2>
<http://www.wmdata.se/wmwebb/menu4/styrelsen.asp>
<http://www.volvo.com/group/global/en-gb/Volvo+Group/board>
<http://www.af.se/index.asp?id=1705>
<http://www.tv4.se/visa/?ID=263619>
<http://www.secotools.com/template/start.asp?id=1927>
<http://www.gunnebo.se/NR/exeres/C199D85F-41A8-4F85-B543-28B0BBD31A8A.htm>
<http://www.electrolux.com/node431.asp>
<http://www.beijers.com/svenska/ombeijer/styrelse/om-styrelse.htm>
<http://www.presstext.se>
<http://www.medicarkivet.se>
<http://www.omxgroup.com>

MUNTliga KÄLLOR

Intervjuer

Telefonintervju med Claes Dahlbäck, Ordf i Stora Enso, Gambro mm. Styrelseledamot i Goldman & Sachs & Co. Fd. Ordf i Investor. (2005-05-18)

Telefonintervju med Peggy Bruzelius, Ordf i Grand Hotel Holding AB mm. Styrelseledamot i Elektrolux, Scania, Axfood mm. (2005-05-18)

Telefonintervju med Micheal Treschow, Ordf i Ericsson, Elektrolux och Svenskt Näringsliv. (2005-05-16)

Intervju per mail med Caroline Sundewall, Styrelseledamot i Telia Sonnera AB, Haldex AB, Strålfors AB mm. (2005-05-16)

Telefonintervju med Lars Erik Forsgårdh, VD Sveriges Aktiesparares Riksförbund. (2005-05-26)

Telefonintervju med Björn Jansson. Head of research, SEB Enskilda Securities. (2005-04-24)

Telefonintervju med Peter Rudman, Ansvarig för Corporate Governance, Nordea Fonder. (2005-05-30)

Rådgivande samtal

Samtal med Anna Lindgren, Universitetslektor, Matematiskt statistik, LTH (2005-05-14)

Samtal med Pierre Carbonnier, Universitetsadjunkt, Statistiska institutionen i Lund (2005-05-26)

Samtal med Matts Kärreman, Universitetslektor, Företagsekonomiska institutionen i Lund (2005-04-18)

Mailkorrespondens med Ida Gustavsson, Indexanalytiker, OMX Exchanges (2005-05-15)

Mailkorrespondens med Hans Byström, Nationalekonomiska institutionen i Lund (2005-04-25)

Mailkorrespondens med Henrik Acklén, Advisor Issuer Surveillance, OMX Exchanges (2004-05-11)

TABELLER

Tabell 1 Fördelning av utbildningskategorier	42
Tabell 2 Antal inom respektive utbildningskategori.....	43
Tabell 3 Antal doktorer	43
Tabell 4 Andel oberoende.....	44
Tabell 5 Medelålder hos ledamöter	44

FIGURER

Figur 1 Relationer i databasen.....	13
Figur 2 Indelningsmatris för företagen.....	15
Figur 3 - Nicholson och Kiel	25
Figur 4 Branschindelning enligt GICS	38
Figur 5 Könsfördelning i olika branscher.....	40
Figur 6 Nationaliteter	41
Figur 7 Åldershistogram	41

BILAGA

Bilaga 1 - Sammanfattning av statistiska datatester

	Kön		Ålder - standardavvikelse	
	Korrelation	Signifikansnivå	Korrelation	Signifikansnivå
dag 1	0,00	0,28	-0,08	0,53
dag 2	-0,12	0,59	0,08	0,20
dag 3	-0,07	0,40	0,08	0,40
dag 4	-0,03	0,13	-0,05	0,24
dag 5	-0,02	0,25	-0,09	0,40
	Ålder - medeltal		Utbildning	
	Korrelation	Signifikansnivå	Korrelation	Signifikansnivå
dag 1	-0,11	0,50	0,02	0,58
dag 2	-0,09	0,29	0,06	0,10
dag 3	-0,06	0,47	-0,04	0,11
dag 4	-0,30	0,97	0,09	0,24
dag 5	-0,17	0,79	0,14	0,50
	Oberoende - företag		Oberoende - ägare	
	Korrelation	Signifikansnivå	Korrelation	Signifikansnivå
dag 1	0,02	0,24	0,01	0,25
dag 2	-0,16	0,50	-0,19	0,60
dag 3	-0,17	0,55	-0,19	0,75
dag 4	-0,18	0,70	-0,07	0,28
dag 5	-0,11	0,54	-0,13	0,53
	Storlek		Nationalitet	
	Korrelation	Signifikansnivå	Korrelation	Signifikansnivå
dag 1	-0,03	0,06	-0,08	0,16
dag 2	-0,04	0,08	-0,35	0,97
dag 3	-0,06	0,18	-0,23	0,84
dag 4	-0,07	0,30	0,02	0,04
dag 5	-0,06	0,18	0,03	0,52