



**LUNDS**  
UNIVERSITET  
**EKONOMIHÖGSKOLAN**  
Företagsekonomiska institutionen

**Kurs: FEK 581**  
**HT 2005**

## **Är Svensk Kod för Bolagsstyrning nödvändig?**

**Författare:**  
Fanny Bager  
Caroline Klevefors  
Fredrik Olsson

**Handledare:**  
Maria Gårdängen  
Göran Andersson

## SAMMANFATTNING

**Titel:** Är Svensk Kod för Bolagsstyrning nödvändig?

**Inlämningsdatum:** 5 Januari 2006

**Ämne:** Kandidatuppsats i företagsekonomi, 10 poäng

**Författare:** Fanny Bager, Caroline Klevefors och Fredrik Olsson

**Handledare:** Maria Gårdängen

**Fem nyckelord:** Bolagsstyrning, styrelsesammansättning, oberoende, kod, ledamöter

**Syfte:** Syftet med denna studie är att göra en kartläggning och undersöka huruvida implementeringen av Svensk kod för bolagsstyrning lett till några förändringar i styrelsens storlek och sammansättning. Med utgångspunkt från tidigare gjorda amerikanska studier ämnar vi studera om liknande effekter, som skedde vid införandet av SOX, är att vänta på svenska marknaden. Tillsammans med övriga regleringar, lagar och teorier som kan påverka svenska styrelsesammansättningar undersöks hypotesen om koden verkligen tillför något nytt, eller endast är en överflödigt handling för att reglera något som redan regleras.

**Metod:** Undersökningen är en kohortanalys med ett deskriptivt syfte och en deduktiv ansats. För att få in data som är väl underbyggd och representerar studien på bästa sätt har både en kvantitativ och kvalitativ datainsamling utförts.

**Resultat:** Data från studien visar att det inte har skett några signifikanta förändringar i styrelsen avseende storlek och sammansättning från 2004 till 2005 då koden introducerades.

**Slutsats:** Det finns mycket som tyder på att utländska regleringar har spelat en roll i svensk bolagsstyrnings utveckling. Kodens funktion idag är främst att skapa förtroende för de svenska storföretagen, och utifrån den aspekten fyller koden en viss funktion. Eftersom det inte går att visa på om koden tillför något nytt så blir dess funktion tveksam. Med stöd från viss del ur det kvalitativa materialet så finns det belegg för att säga att koden kommer att påverka framtida utformning gällande storlek och sammansättning. Detta påstående är betydligt mer tveksamt utifrån övrig empiri som snarare tyder på att de förändringar som kommer med en kod redan har skett som ett resultat av andra regleringar.

## ABSTRACT

**Title:** Is the Swedish code of corporate governance evident?

**Date:** 5<sup>th</sup> of January 2006

**Subject:** Bachelor thesis in business administration, 10 swedish credits (15 ECTS)

**Authors:** Fanny Bager, Caroline Klevefors och Fredrik Olsson

**Advisor:** Maria Gårdängen

**Keywords:** Corporate Governance, composition, independent, code, director

**Purpose:** The aim of this paper is to investigate and map out if the Swedish code of conduct has contributed to any changes regarding size and board composition. We have used previous studies of american changes in board structure, after the introduction of SOX, to ground our study and compare if similar effects in Sweden appeared from new corporate governance regulations. Furthermore the result from the investigation is used to compare with existing theories, laws and regulations to analys if the new code really contributes with something new or if it is only something superfluous that regulates something that is already regulated.

**Methodology:** The investigation is done with a cohort analyse and has descreptiv purpose and a deductive approach. To get well representative data to analyse, both a qualitative and quantitative emperical study is done.

**Emperical foundation:** The investigation did not show any significant changes regarding board structure and size during year 2004 and 2005 due to the introduction of the Swedish code.

**Conclusion:** There are a lot of things indicating that international regulations have played a role in the development of the current Swedish corporate governance. The function of the code today is primarily to create confidence for large companies in Sweden and regarding this the code is useful today. Indications from the qualitative data supports the assumption that the code in the future will influence the board composition and size. This is although contrary to the other emperical foundings saying that changes in corporate governance are pimarly due to already existing regulations.

## **Referenssystem**

Vi använder oss av fotnotssystem där en fotnot efter ett ord syftar till ordet, en fotnot efter en mening men innan punkten syftar till hela meningen och en fotnot efter punkten syftar till hela stycket. I slutet av uppsatsen finns en källförteckning där alla fotnoter finns redovisade för.

## Innehållsförteckning

|   |    |
|---|----|
| <b>1. Inledning</b> .....                                       | 7  |
| 1.1 Bakgrund .....  | 7  |
| 1.2 Problemdiskussion .....                                     | 10 |
| 1.3 Syfte .....   | 12 |
| 1.4 Avgränsningar .....   | 12 |
| 1.5 Tidigare forskning .....                                    | 12 |
| <b>2. Metod</b> .....   | 14 |
| 2.1 Inledning .....   | 14 |
| 2.2 Forskningsansats .....                                      | 14 |
| 2.3 Val av metod .....  | 15 |
| 2.4 Kvantitativ datainsamling .....                             | 16 |
| 2.4.1. Datainsamlingsprocessen .....                            | 17 |
| 2.5 Kvalitativ datainsamling .....                              | 18 |
| 2.6 Data om tidigare trender .....                              | 19 |
| 2.7 Reliabilitet och Validitet .....                            | 19 |
| <b>3. Teoretisk referensram</b> .....                           | 21 |
| 3.1 Inledning .....   | 21 |
| 3.1.2. Faktorer som påverkar Svensk bolagsstyrning .....        | 22 |
| 3.2 Agentteori .....  | 22 |
| 3.3. Intressentteori .....                                      | 23 |
| 3.4. Institutionell teori .....                                 | 24 |
| 3.5. Styrelsens sammansättning .....                            | 25 |
| 3.5.1. Heterogen sammansättning vs Homogen sammansättning ..... | 25 |
| 3.6. Styrelsens storlek .....                                   | 28 |
| <b>4. Koder och regler för bolagsstyrning</b> .....             | 30 |
| 4.1 Sarbanes-Oxley Act .....                                    | 30 |
| 4.2 The Combined Code of Conduct .....                          | 31 |
| 4.3 Aktiebolagslagen .....                                      | 31 |
| 4.4 God styrelsesed .....                                       | 32 |
| <b>5. Empiri</b> .....  | 33 |
| 5.1 Kvantitativ data .....                                      | 33 |
| 5.1.1 Storlek .....   | 33 |
| 5.1.2 Kvinnliga ledamöter .....                                 | 34 |
| 5.1.3 Utländska ledamöter .....                                 | 35 |
| 5.1.4 Oberoende .....   | 36 |
| 5.1.5 Sammanfattning .....                                      | 37 |
| 5.1.6 Test av kvantitativ data .....                            | 37 |
| 5.2 Kvalitativ data .....                                       | 37 |

|   |           |
|---|-----------|
| 5.2.1 Intervjuer .....                                | 38        |
| 5.3 Data om styrelsetrend .....                       | 39        |
| 5.3.1 Svenska och Europeiska trender .....            | 39        |
| 5.3.2 Amerikanska trender .....                       | 40        |
| <b>6. Analys .....</b>                                | <b>42</b> |
| 6.1 Styrelsens utformning idag .....                  | 42        |
| 6.2 Anpassningen till svensk kod .....                | 42        |
| 6.3 Storlek och sammansättning år 2004 och 2005 ..... | 43        |
| 6.3.1 Oberoende ledamöter .....                       | 43        |
| 6.3.2 Storlek .....                                   | 44        |
| 6.3.3 Kvinnliga ledamöter .....                       | 45        |
| 6.3.4 Utländska ledamöter .....                       | 46        |
| 6.4 Forskningsfrågorna besvaras .....                 | 47        |
| 6.5 Förslag till vidare forskning .....               | 47        |
| <b>7. Slutdiskussion .....</b>                        | <b>48</b> |
| <b>8. Källförteckning .....</b>                       | <b>50</b> |
| 8.1 Publicerade källor .....                          | 50        |
| 8.1.1. Litteratur .....                               | 50        |
| 8.1.2. Tidskrifter .....                              | 50        |
| 8.1.3 Offentligt tryck .....                          | 52        |
| 8.1.4 Övrig publicering .....                         | 52        |
| 8.2 Muntliga källor .....                             | 53        |
| 8.3 Elektroniska källor .....                         | 53        |

# 1. Inledning

---

*“Det mest grundläggande ägarstyrningsproblemet uppstår när en utomstående investerare har synpunkter på hur ledningen i ett företag agerar. Denna enkla intressekonflikt är grunden till alla konflikter mellan olika kravställare och investerare och därmed grunden till problemen inom Corporate Governance.”<sup>1</sup>*

---

Corporate Governance, bolagsstyrning på svenska, innebär att styra bolag på ett sådant sätt att ägarnas avkastningskrav uppfylls, vilket ger positiv effekt på samhällsekonomin och dess tillväxt. Styrelsers olika utformning samt de olika ägarinnehaven i olika styrelser anses påverka och ha en positiv eller negativ inverkan på aktievärdet.

Utövandet av bolagsstyrning har pågått i tusentals år, men trots detta härstammar de första studierna i ämnet från i början av 1900-talet. Faktum är att ämnet är så färskt att termen Corporate Governance inte kom att börja användas förrän i början av 1980-talet.<sup>2</sup> Sedan 2000-talets ekonomer skådat stora tillväxtpotentialer, som ett resultat av en effektiv bolagsstyrning, har ämnet blivit mer aktuellt än någonsin. Tidigare studier av Boone, Field, Karpoff, och Raheja (2005) säger att, trots insikten om vilken stor betydelse företags styrelse har och vikten av dess utformning, har finansiella ekonomer kunnat dra ytterst få slutsatser om vilka krafter som styr sammansättningen av dagens styrelser<sup>3</sup>.

## 1.1 Bakgrund

Ett flertal stora redovisningsskandaler har den senaste tiden skakat den internationella affärsvärlden. Exempel på detta är ”Enronskandalen” i USA, och nu senast den i Sverige mycket omskrivna ”Skandiahärvan”. Gemensamt för dessa skandaler är att företagsledningen har fört ägarna och den finansiella marknaden bakom ljuset. I fallet med Enron lurades marknaden att tro på höga vinstprognoser och stigande värden på tillgångar på grund av manipulerade rapporter. Detta gjorde att aktiekursen sköt i höjden för att sedan det tredje kvartalet, efter avslöjandet att

---

<sup>1</sup> Becht et al. (2002). *Corporate Governance and Control*.

<sup>2</sup> Tricker, (2002). *The subject whos time has come*.

<sup>3</sup> Boone et al. (2005). *The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis*.

allt varit en bluff, dyka till en mycket låg nivå.<sup>4</sup> Skandiahärvan handlade istället om den giriga ledningens generösa bonusprogram som helt saknade maxtak. Bonusprogrammen resulterade i enorma utgifter för företaget som missgynnade aktieägarna<sup>5</sup>.

Företagsskandalerna har skapat stora förtroendeklyftor mellan aktieägare och deras representanter i styrelserna. Det har lett till att förtroende har blivit en central maktfaktor på marknaden. För att få rätsida på de problem och förtroendekriser som skandalerna genererade har ett flertal regleringar och föreskrifter tagits fram världen över. Regleringarna ger tydliga riktlinjer för hur styrelsearbetet ska ske och hur utformningen av styrelsen ska se ut. Regleringarnas syfte är att skapa ett ramverk för att objektivt kunna bedriva bolagsstyrning, och låta detta styrningssätt genomsyras av en hög grad av insyn. Detta ska på så sätt kunna återskapa det skadade förtroendet gentemot marknaden, och undvika att liknande händelser sker i framtiden.

Efter Enronskandalen i USA, författades år 2002 den så kallade Sarbanes-Oxley Act (SOX). Denna reglering innebär att den amerikanska finansinspektionen ställer ökade krav på den finansiella rapporteringen och ledningens handlande. Syftet är att öka förtroendet för styrelsens roll och arbete hos såväl småsparare som stora investerare, både nationellt och internationellt.

Sedan Sarbanes-Oxley Act implementerades har ett flertal studier gjorts för att undersöka vilka direkta förändringar som skett i de amerikanska styrelserna efter införandet. Studierna har varit inriktade på de variabler i styrningen som har visats ha störst påverkan på aktievärde och tillväxtpöjligheterna. Samma variabler har även visats vara de mest centrala i regleringsfrågan<sup>6</sup>, nämligen styrelsens beroendeställning till företaget och dess storlek. Slutsatserna av de studier som publicerats är att de främsta förändringar som kan utläsas är att styrelsesammansättningen tenderar att gå mot ett ökat oberoende och storleken tenderar att minska.<sup>7</sup> Det vill säga att resultatet av nya regleringar är förändringar i storleken och sammansättningen av de amerikanska företagens styrelser.

---

<sup>4</sup> Unerman och O'Dwyer (2003).

<sup>5</sup> Sundén och Whalberg (2003).

<sup>6</sup> Hermelin och Weisbach (1998), Adams och Ferreira (2003), och Harris och Raviv (2005).

<sup>7</sup> Linck et al. (2005) *The determinants of board structure*.



Händelser av ovan nämnda slag och påtryckningar från omvärlden har lett till att regleringar beträffande bolagsstyrning även införts i Sverige. Regleringarna författades av en tillsatt kodgrupp som efter några månaders arbete utvecklade Svensk Kod för Bolagsstyrning (2004:47). Koden författades under första halvåret 2004 och ska implementeras på den svenska marknaden senast till bolagsstämman 2006<sup>8</sup>, det vill säga under tiden som denna studie författas.

Svensk Kod för Bolagsstyrningens syfte är att bidra till förbättrad styrning av svenska bolag. Kodgruppen menar att en kod som denna ska stärka näringslivets effektivitet och konkurrenskraft för att skapa förtroende på marknaden och i det svenska samhället.

Ett annat syfte är att hos utländska investerare och andra aktörer på den internationella kapitalmarknaden med hjälp av koden höja kunskapen och förtroendet för svensk bolagsstyrning och därigenom främja det svenska näringslivets tillgång till utländskt riskkapital.<sup>9</sup> Några vägledande principer för kodgruppens arbete med att utveckla koden har varit att:

- Skapa goda förutsättningar för utövandet av en aktiv och ansvarstagande ägarroll
- Skapa en väl avvägd maktbalans mellan ägare, styrelse och verkställande ledning, som bl.a. säkerställer ägarnas möjlighet att hävda sina intressen gentemot bolagets ledningsorgan
- Skapa en tydlig roll- och ansvarsfördelning mellan de olika lednings- och kontrollorganen
- Värna om att aktiebolagslagens likabehandlingsprincip tillämpas i praktisk handling
- Skapa största möjliga transparens gentemot ägare, kapitalmarknad och samhället i övrigt

Målgruppen är mestadels företag med bred ägarspridning, därför riktar sig koden till aktiemarknadsbolag alltså bolag noterade på börsen. Koden bygger på principen följ eller förklara. Detta innebär att företag kan avvika från enskilda regler genom att avge godtagbara förklaringar där skälen till avvikelse redovisas.

---

<sup>8</sup> *Kod för bolagsstyrning*. <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=114>, (2005-11-04).

<sup>9</sup> SOU 2004:130, *Svensk kod för bolagsstyrning*.

Om ett bolag inte försöker följa koden, eller har en svag förklaring varför de inte följer koden är det oklart vad påföljderna blir. Tanken är att bolagets straff blir ett förlorat marknadsförtroende och minskat marknadsvärde genom att exempelvis media uppmärksammar bristerna.<sup>10</sup>

Svensk Kod för Bolagsstyrning innehåller regler om hur bolagsstämman ska hållas, hur styrelsen och revisorer tillsätts, hur styrelsen ska vara uppbyggd och hur bolagsledningen ska arbeta.<sup>11</sup> I styrelsekapitlet finns regler om hur styrelsen ska arbeta, storleken, styrelseledamöter, ordförande, finansiell rapportering samt om kontroll och internredovisning. Styrelsen bör ha en storlek som ger utrymme för olika kompetenser men samtidigt krävs en styrelse som gör att bolaget kan drivas effektivt och självständigt. Sammansättningen av styrelsen ska uppfylla krav om oberoende men även innehålla ledamöter med bred bakgrund och erfarenhet.<sup>12</sup>

## 1.2 Problemdiskussion

Det råder delade åsikter om huruvida den nya svenska koden är något nytt eller om den bara är ett påhittat och överflödigt regelverk som reglerar något som redan regleras. Detta argument baseras på att Sveriges aktiebolagslag reglerar de mest väsentliga faktorerna och ytterligare regleringar sker via föreskrifter i EU. Kritiker från näringslivet menar därmed att svenska styrelser inte är i något behov av en ny reglering som Svensk Kod för Bolagsstyrning. Frågan blir därför om den nya koden verkligen har lett till förändringar i den svenska styrelsestrukturen.

I det amerikanska fallet som nämndes ovan skedde klara förändringar<sup>13</sup>, vilket tyder på att regleringen haft genomslagskraft och framförallt måste ha tillfört något nytt eftersom förändringar var omedelbara och klara. Slutsatsen från denna argumentation är att en reglering som tillför något nytt bör leda till direkta och klara förändringar.

Det är många som uttalar sig om den nya kodens införande. Exempelvis så välkomnar OMX-gruppen en ny kod, och tycker att en kod höjer förtroendet för näringslivet<sup>14</sup>. Däremot har ett

---

<sup>10</sup> *Nya bolagskoden skall återskapa förtroende. (20 dec 2004).*  
[http://www.svd.se/dynamiskt/naringsliv/did\\_8778510.asp](http://www.svd.se/dynamiskt/naringsliv/did_8778510.asp), (4 jan 2006)

<sup>11</sup> SOU 2004:130, *Svensk kod för bolagsstyrning*.

<sup>12</sup> Ibid.

<sup>13</sup> Linck et al. (2005) *The determinants of board structure*.

<sup>14</sup> Affärsvärlden. (2005-03-11). <http://www.affarsvarlden.se/art/98517>, (2005-11-23).

flertal välkända namn från svenskt näringsliv uttalat sig negativt. Nordstjernans styrelse författade ett kritiskt brev till Erik Åsbrink som är ordförande i kodgruppen. De anser att koden inte kommer att leda till en effektivare styrning utan istället skapa onödiga kostnader samt försvåra konkurrens på grund av självregleringen.<sup>15</sup> Det negativa mottagandet av koden från näringslivet kan möjligtvis skapa problem vid införandet. Kommer de svenska bolagsstyrelserna göra sitt bästa för att följa koden så lite som möjligt?

Det är utifrån denna förförståelse intressant att undersöka hur det ser ut i styrelserna idag efter kodens införande och jämföra det med internationella studier som gjorts på styrelser då liknande regleringar införts. Intresset ligger i att kunna dra någon slutsats om huruvida den svenska koden tillför något nytt, eller i själva verket bara återger vad som redan definieras i tidigare existerande lagar och föreskrifter. Frågan är om Svensk Kod för bolagsstyrning överhuvudtaget har eller kommer påverka dagens styrelsesammansättningar.

Utifrån tidigare studier om de determinanter, gällande storlek och sammansättning, i styrelsen som har direkt påverkan på bolagsvärde och framtida tillväxtpotentialer ämnar vi angripa hypotesen huruvida de svenska regleringarna inom området har lett till några förändringar i styrelseutformningen.

De huvudsakliga forskningsfrågorna vi vill besvara är således:

- **Har implementeringen av koden haft någon inverkan på svenska styrelsernas storlek och sammansättning idag, eller har redan existerande regleringar påverkat den svenska styrelseutformningen?**
- **Fyller koden någon funktion idag och kan koden komma att påverka framtida utformning av styrelser i svenska bolag?**

---

<sup>15</sup> Affärsvärlden. (2005-05-23). <http://www.affarsvarlden.se/art/99272>, (2005-11-23).

### 1.3 Syfte

Syftet med denna studie är att göra en kartläggning och undersöka huruvida implementeringen av den svenska koden för bolagsstyrning lett till några förändringar i styrelsens storlek och sammansättning. Med utgångspunkt från tidigare gjorda amerikanska studier efter införandet av SOX och dess effekter på amerikanska styrelser, ämnar vi att studera om liknande effekter är att vänta på den svenska marknaden. Genom att titta på dessa resultat tillsammans med övriga regleringar, lagar och teorier som kan påverka svenska styrelsesammansättningar vill vi också undersöka hypotesen om att koden verkligen tillför något nytt. Eller är den endast en överflödiga handling för att reglera något som redan regleras.

### 1.4 Avgränsningar

Studien ämnar undersöka alla de 78 företag som direkt berörs av koden, det vill säga bolag noterade på A-listan samt de bolag noterade på O-listan med en årlig omsättning överstigande 3 miljarder<sup>16</sup>. De 78 utvalda företagen är baserade på bolagen som OMX Stockholmsbörsen ställer krav på att följa koden. Då vissa bolag noterade på A- och O- listan har sitt huvudsäte utomlands omfattas de inte av kravet och faller därför bort från studien.

Koden ska börja implementeras under 2005, men senast till årsbokslut 2006. Vår tidsmässiga undersökningsperiod begränsas därmed till förändringen mellan år 2004 till år 2005.

### 1.5 Tidigare forskning

Som nämnts i inledningen är Corporate Governance ett förhållandevis nytt forskningsämne vilket gör att studier av äldre slag är mycket svåra att finna på området. Tidigare studier har gjorts om vilka faktorer som är av störst vikt vid sammansättningen av en styrelse. Forskare har då studerat dessa faktorer med avseende på styrelsens två huvudsakliga uppgifter, att övervaka företagsledningen och att ge råd i strategiska beslut. Dessa studier gjordes i huvudsak med fokus på oberoende och beroende ledamöter.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> *Kod för bolagsstyrning*, <http://www.omxgroup.com/stockholmsborsen/se/index.aspx?lank=114>, (05-11-04).

<sup>17</sup> Hermelin och Weisbach (1998), Adams och Ferreira (2003), samt Harris och Raviv (2005).

Tidigare studier är mestadels amerikanska av naturliga skäl då SOX infördes redan 2002. Flera svenska studier har gjorts i ämnet då med inriktning mot diversifierbarhet hos styrelser<sup>18</sup>, styrelseutvärdering<sup>19</sup> och den svenska kodens inverkan på valberedningen<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> Becker et al. (2005). *Styrelsens sammansättning - Är diversifiering en framgångsfaktor?*

<sup>19</sup> Lindström R., (2004) *Styrelseutvärdering i teori och praktik.*

<sup>20</sup> Holmgren H., Karlsson B., (2005) *En fallstudie för hur svensk kod för bolagsstyrning kan komma att påverka valberedningen.*

## 2. Metod

---

*I detta kapitel redogörs för valet av ansats och utformning av studien. Vidare redogörs för vilken datainsamlingsmetod som använts och hur insamlingsprocessen har sett ut.*

---

### 2.1 Inledning

Eftersom problemställningen innehåller en önskan att beskriva förändring över tid i en enskild grupp används en utformning i studien som kallas kohortanalys<sup>21</sup>. För att kunna besvara uppsatsens forskningsfråga kommer vi därför att utföra en kohortstudie. Det innebär att vi undersöker en större avgränsad grupp för att få fram information om hur gruppens styrelsestrukturer ser ut vid två olika tidpunkter.

### 2.2. Forskningsansats

Det har bedrivits mycket forskning inom området Corporate Governance för att få ökad kunskap om styrelsestrukturer. Det gör att det redan finns tillgång till utformade teorier och empiriska studier inom uppsatsens område. Vi har utifrån dessa teorier skapat oss förväntningar om hur styrelser ser ut och utifrån det samlat in empiri för att se om våra förväntningar stämmer. Detta tillvägagångssätt då vi går från teori till empiri leder därmed till en deduktiv ansats.<sup>22</sup>

För att få in relevant data om hur styrelserna har förändrats i och med införandet av Svensk Kod för Bolagsstyrning har vi utgått från resultat och metoder ifrån tidigare studier. De förändringar som har skett i andra länder vid införandet av liknande regleringar har gett oss grunden för de datavariabler som vi har samlat in.

---

<sup>21</sup> Jacobsen, D.I, (2002). *Vad, hur och varför?* s. 110.

<sup>22</sup> Jacobsen, D.I , (2002). *Vad , hur och varför?* s. 34.

Då syftet med uppsatsen är att kartlägga hur svenska styrelser ser ut och har förändrats är uppsatsen deskriptivt utformad. Syftet med att göra uppsatsen deskriptivt utformad är för att beskriva hur något är, till skillnad mot en kausal som är förklarande.<sup>23</sup>

### 2.3. Val av metod

Problemställningen i uppsatsen är relativt klar och vi har god tillgång till förkunskaper. Det gör att en kvantitativ metod är lämplig<sup>24</sup>. Då vi har undersökt 78 bolag över två tidsperioder blir mängden data omfattande. En kvantitativ undersökning är därmed mer lämplig vid insamling och analys då datan är av en större omfattning<sup>25</sup>. Fördelen med att samla in kvantitativ data är att vi bättre kan kartlägga och utföra jämförelser mellan de tidpunkter vi har studerat.

Tidigare undersökningar inom detta område har nästan uteslutande varit kvalitativa. En kvantitativ metod känns därmed väl befogad och högst relevant. Vi anser att en kvantitativ analys utnyttjar de tillgängliga hårddata som finns på området och ger studien en objektiv bild. Subjektiva inslag på grund av forskarnas osystematiska uppfattningar blir ofta en följd av det kvalitativa angreppssättet.<sup>26</sup> Den kvantitativa metoden kan kritiseras för att ge stel och ytlig information<sup>27</sup>. Med hänsyn till detta har vi därför valt att även använda oss av ett kvalitativt inslag i vår undersökningsmetod. Avsikten med denna kombination är att även få ytterligare klarhet och inblick i de förhållanden som råder<sup>28</sup>. Störst fokus och arbete kommer dock att läggas på den kvantitativa delen, och den kvalitativa undersökningen ses som ett komplement.

Kvalitativa data kommer att samlas in i form av intervjuer byggda på redan insamlade kvantitativa data. Avsikten är att öka förståelsen för den kvantitativa datan med hjälp av personer som besitter expertkunskaper och är aktiva inom näringslivet. I och med kommentarer av personer väl insatta i ämnet, kommer analysen av datan få en högre validitet.

---

<sup>23</sup> Jacobsen, D.I, (2002). *Vad , hur och varför?* s. 91.

<sup>24</sup>Jacobsen, D.I, (2002). *Vad , hur och varför?* s. 149.

<sup>25</sup> Ibid.

<sup>26</sup> Bryman A, Bell E. (1995). *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*, s. 318.

<sup>27</sup> Jacobsen, D.I, (2002). *Vad , hur och varför?* s. 150.

<sup>28</sup> Jacobsen, D.I, (2002). *Vad , hur och varför?* s. 151.

## 2.4. Kvantitativ datainsamling

Tidigare forskning har identifierat olika variabler som är av stor vikt i styrelsestrukturen, och förändringar av dessa som har skett senaste åren. En studie har identifierat styrelsens storlek, graden av oberoende och styrelseledningen som de viktigaste faktorerna i en styrelsestruktur<sup>29</sup>. Den sist nämnda är dock irrelevant i en svensk studie då det behandlar huruvida verkställande direktören sitter som styrelseordförande, vilket enligt ABL 8 kap, 14 § inte är tillåtet. Vi har därmed valt att fokusera på storleken och graden av oberoende i svenska styrelser.

Den insamlade datan är i form av sekundärdata som har hämtats från de aktuella årens bolagsstämmor, företagens årsredovisningar och hemsidor. Dessa data har insamlats för hand då de inte finns tillgängligt i färdigproducerad form.

Variabler som har samlats in är:

### Storlek

- antal ledamöter

### Struktur

- antal kvinnliga ledamöter
- antal utländska ledamöter
- antal oberoende ledamöter

Definitionen om vad som skall anses som en oberoende ledamot är hämtad från Svensk Kod för Bolagsstyrning. I koden delas oberoendet upp i två kategorier, oberoende gentemot bolaget och oberoende gentemot storägare. Enligt koden skall styrelseledamot inte anses som oberoende gentemot bolaget om ledamoten:

- Är VD eller har varit de senaste fem åren i bolaget eller närstående företag,
- Är anställd eller har under de tre senaste åren varit anställd i bolaget eller närstående företag,

---

<sup>29</sup> Linck, Netter & Yang (2005). *The Determinants of Board Structure*.



- Erhåller icke obetydlig ersättning för råd eller tjänster utöver styrelseuppdraget från bolaget eller från någon person i bolagsledningen,
- Har eller under det senaste året har haft omfattande affärsförbindelser eller andra omfattande ekonomiska mellanhavanden med bolaget eller ett närstående företag i egenskap av kund, leverantör eller samarbetspartner, antingen själv eller genom att tillhöra företagsledning eller styrelsen eller genom att vara delägare i annat företag som har en sådan affärsrelation med bolaget,
- Är eller under de tre senaste åren har varit delägare eller anställd hos bolaget eller ett närstående företags nuvarande eller dåvarande revisor,
- Tillhör företagsledningen i annat företag om en styrelseledamot i detta företag tillhör bolagsledningen i bolaget,
- Har varit styrelseledamot i bolaget i mer än tolv år, eller står i ett nära släkt - eller familjeförhållande till personen i bolagsledningen eller någon annan person som nämns i ovanstående punkter, om denna persons direkta eller indirekta mellanhavanden med bolaget har sådan omfattning och betydelse att de motiverar att styrelseledamoten inte kan anses oberoende.<sup>30</sup>

Styrelseledamot skall ej anses som oberoende om ledamot representerar en större ägare, är anställd eller styrelseledamot i ett företag som är en större ägare. Definitionen av en större aktieägare innebär att ägare kontrollerar mer än tio procent av rösterna.<sup>31</sup>

### **2.4.1. Datainsamlingsprocessen**

Undersökningens första steg var att ta reda på vilka bolag på A-listan och O-listan som omfattas av koden. På OMX Stockholmsbörsens hemsida finns en redogörelse för de företag som OMX ställer krav på att de ska följa koden och som vi därmed utgick ifrån.

Nästa steg var att samla in data om varje enskild ledamot i varje bolags styrelse. I och med att populationen består av stora noterade företag var informationen lättillgänglig i form av webbsidor som gav bra information om deras bolagsstyrning och ledamöter. För att få information om vilka som sitter i styrelsen under 2005, gick vi in och undersökte protokollet från senaste bolagsstämman. Utifrån den informationen där vanligtvis endast

---

<sup>30</sup> SOU 2004:130, *Svensk kod för bolagsstyrning*.

<sup>31</sup> Ibid.

namnet redovisas tvingades vi gå vidare och hitta mer djupgående information om ledamöterna. I de flesta fallen fanns det en speciell länk på hemsidan där det redovisades för ledamöternas ålder, bakgrund och året de blev tillsatta. Vid datainsamling av 2004 års styrelseledamöter kunde vi gå direkt in i årsredovisningarna där det finns information om ledamöternas bakgrund. Utifrån informationen avgjorde vi om ledamoten var beroende eller oberoende till bolaget. För att kontrollera beroendet gentemot större ägare använde vi oss av Dagens Industris hemsida med aktieinformation om alla noterade bolag. Där redogörs för de största ägarna i företaget och den procentuella storleken på deras innehav både gällande kapital och röster. För att få data om 2004 års större aktieägare togs även här informationen direkt från årsredovisningen 2004.

## 2.5 Kvalitativ datainsamling

För att erhålla ytterligare information och få tillgång till data som inte kom fram i vår kvantitativa undersökning har två intervjuer utförts. De två respondenterna var Monica Caneman och Erik Åsbrink. Monica Caneman är den kvinna i Sverige som har flest styrelseuppdrag och besitter därmed mycket god erfarenhet av styrelsearbete. Som kvinna ger hon oss även möjlighet att få data om styrelsearbetet ur ett kvinnligt perspektiv. Det är intressant då kvinnor är en minoritetsgrupp i svenska styrelser. Erik Åsbrink som är ordförande i kodgruppen, har stor kunskap om hur kodens skapande gick till och dess viktiga aspekter. Vår avsikt med att välja dessa två var att få svar på våra frågor utifrån två olika sidor, näringslivet och de som står bakom koden. Därmed skapas en mer nyanserad bild av hur det ser ut bland de styrelser som omfattas av koden.

Intervjuerna var semistrukturerade vilket gav möjlighet till en öppen dialog samtidigt som fokus läggs på just det område som är intressant för studien<sup>32</sup>. Intervjuerna genomfördes med hjälp av förberedda frågor som vara breda och gav möjlighet till en vidare diskussion med en mer öppen ansats.

---

<sup>32</sup> Jacobsen, D.I. (2002). *Vad, hur och varför?* s. 163.

## 2.6 Data om tidigare trender

För att se vad som möjligtvis kan ha påverkat dagens svenska styrelsestrukturer har data samlats in om hur det historiskt sett ut inom svensk bolagsstyrning, och vilka trender som kan urskiljas. Detta har vi gjort genom att söka efter tidigare publicerade studier på olika databaser. Från dessa funna studier har relevant data samlats in och sammanställts.

## 2.7 Reliabilitet och Validitet

Vi har kritiskt granskat vår metod för vikten av att få en tillförlitlig och giltig information inför analysen. En hög tillförlitlighet eller reliabilitet avgörs av i vilken grad samma data erhålls vid utförande av undersökningen ytterligare en gång<sup>33</sup>. Då undersökningen bygger på sekundärdata hämtad direkt från bolagen och andra tillförlitliga källor anser vi att reliabiliteten är hög. Den mänskliga faktorn kan däremot ha påverkat datan vid insamling och sammanställning i och med ett flertal steg i processen från insamling till sammanställning. Då vi delade upp de företagen vi ville undersöka mellan oss i gruppen, fanns risken att vi tolkade eller utförde undersökningen på olika sätt. För att höja reliabiliteten utformade vi en mall med definitioner som alla använde sig av. Innan sammanställningen undersökte vi dessutom vissa företag ytterligare en gång för att minska risken för misstag och feltolkningar.

Validiteten i uppsatsen avser i vilken grad de data vi har samlat in mäter det vi vill mäta<sup>34</sup>. Nackdelen med att använda en deduktiv ansats är att insamlandet av data endast görs med avseende på vad tidigare forskare anser vara relevant. Det ökar risken att relevant information utesluts från undersökningen.<sup>35</sup> I den här uppsatsen avgörs validiteten av hur väl insamlad data beskriver styrelsens struktur och sammansättning. Vi anser att validiteten i vår undersökning är hög då vi grundat insamlad data på tillförlitliga teorier, tidigare forskning och definitioner från Svensk Kod för Bolagsstyrning. Det som kan kritiseras är avgörandet om en person är oberoende eller ej som ledamot. Denna definition av oberoende är något diffus och skapar risk för misstolkningar. Vissa delar av definitionen kräver även svårtillgänglig information för att kunna göra en hundra procentigt korrekt bedömning. Vi har i vår bedömning utgått från den information som finns tillgänglig ifrån

---

<sup>33</sup> Bell J., (1995). *Introduktion till forskningsmetodik*, s. 62.

<sup>34</sup> Bell J., (1995). *Introduktion till forskningsmetodik*, s. 63.

<sup>35</sup> Jacobsen, D.I., (2002). *Vad, hur och varför?* s. 3.

företagen. Svensk Kod för Bolagsstyrning punkt fem, behandlar hur ett företag ska ge information om sin bolagsstyrning. Koden anger att bolaget ska upprätta en bolagsstyrningsrapport där man ger information om ledamöterna i styrelsen så att aktieägaren kan göra en bedömning av ledamotens kompetens och oberoende. Ett flertal bolag redogör klart och tydligt för om en ledamot är beroende eller ej, vilket gör vår insamling mindre komplex. Det är dock viktigt att ifrågasätta validiteten då dessa bedömningar är gjorda av bolagen själva. Då definitionen i koden är något oklar finns risk att företag har tolkat den till sin egen fördel.

Den kvalitativa datan som används är medvetet subjektiv. De två personer som vi valt att intervjua ger oss inte en objektiv bild av den generella uppfattningen till en svensk uppförandekod, vilket vi är fullt medvetna om och anser bör understrykas som kritik. De kvalitativa källorna har därför valts på grund av sin subjektivitet.

Erik Åsbrink som är författare till koden är intressant just av den anledningen att hans åsikt med största sannolikhet bör vara vinklad åt det positiva hållet, då han givetvis borde stödja sitt eget arbete. Monica Caneman däremot valdes också på grund av sin subjektivitet då hon tillhör en minoritetsgrupp ur styrelsehänseende, nämligen i egenskap av kvinna och även den kvinnan med flest styrelseuppdrag. Vi anser att en person som Monica Caneman har åsikter som blir en motpol till Erik Åsbrinks, just på grund av att hon tillhör den grupp av minoriteter som berörs mest av en reglering.

### 3. Teoretisk referensram

---

*Syftet med detta kapitel är att presentera den teoretiska referensram som krävs för att kunna analysera studiens empiriska material. Teorierna som presenteras används även för att öka förståelse för studiens ämne.*

---

#### 3.1 Inledning

I detta kapitel vill vi inledningsvis klargöra definitionen för effektiv utveckling i Corporate Governance hänseende. De grundläggande teorierna säger att en styrelses utveckling sker mot sitt optimum. Med optimum menas att utvecklingen hela tiden sker mot en effektivare styrning utifrån vad som kunnat bevisas ha positiv effekt på tillväxt och avkastning.<sup>36</sup>

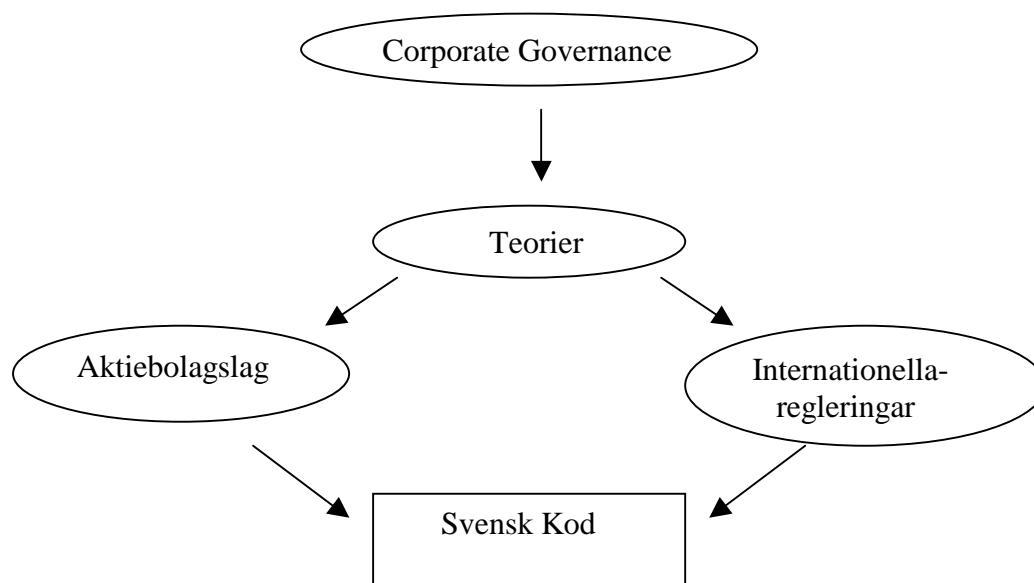
Enligt Christine A. Mallin är de centrala teorierna inom bolagsstyrning agentteorin, transaktionskostnadsteorin och intressentteorin<sup>37</sup>. Av dessa teorier bedömer vi att agentteorin och intressentteorin är de mest väsentliga teorierna i arbetet med att besvara våra forskningsfrågor. Den institutionella teorin tas upp för att kunna analysera hur ett företag kan agera vid införandet av en ny reglering. Ytterligare referenser som är viktiga i processen för att kunna analysera vår empiri är olika typer av teorier och studier kring styrelseuppbyggnad.

---

<sup>36</sup> Linck, Netter, Yang (2005) *Determinants of board structure*.

<sup>37</sup> Mallin (2004). *Corporate Governance*.

### 3.1.2. Faktorer som påverkar Svensk bolagsstyrning



Figur 1. Visar teorikapitlets uppbyggnad.

### 3.2 Agentteori

Agentteorin behandlar relationen och konflikten som uppkommer mellan en principal och agent. Relationen innebär att agenten utför en tjänst åt principalen, men då båda parter är nyttomaximerande och antas agera opportunistiskt kommer det att bildas en målkonflikt. Agentteorin menar att när ledningens kontroll är skild från ägarna, som är fallet i publika aktiebolag, har ledningen incitament att avvika från deras kontrakt i syfte att maximera egen nytta. Det finns två sätt att komma över detta problem: genom övervakning eller genom att koppla ledningens inkomst med företagets prestation.<sup>38</sup> Styrelsens funktion är utifrån ovanstående resonemang att agera som ett effektivt övervakningsorgan genom att kontrollera ledningens styrning av företaget och se till att det sker i aktieägarnas bästa intresse. Motsatt åsikt är att styrelsen inte fyller någon funktion utan är mer ett resultat av agentproblemet än en lösning.<sup>39</sup>

<sup>38</sup> Jensen & Meckling (1976). *Managerial Behavior: Agency Costs and Ownership Structure*.

<sup>39</sup> Linck, Netter & Yang (2005). *The Determinants of Board Structure*.

### 3.3. Intressentteori

Intressentteorin är väldigt lik agentkostnadsteorin, men den ser inte bara till två parter, utan till alla som har ett intresse i verksamheten, det vill säga är intressenter. Intressenter är givetvis aktieägare men det kan även vara anställda och underleverantörer. Det behöver inte bara vara ett ekonomiskt intresse utan kan ses som exempelvis ur ett samhällsintressent perspektiv. Teorin skiljer på dessa två intressentgrupper, primära intressenter som är anställda, leverantörer samt kunder och sekundära intressenter som är regeringen, landsting, media, lokalbefolkning och intressentgrupper i allmänhet.<sup>40</sup>

Denna undersökning behandlar olika slags koder och regleringar, vilket utökar medverkande aktörer från agentteorins agent och principal till intressentteorins bredare nät. Centralt i detta nät av intressenter blir förtroende. Antalet intressenter ökar med en reglering i form av myndigheter, andra övervakningsorgan och andra typer av investerare. Detta till skillnad mot utan existens av en reglering då de enda kravställarna är ägarna. Intressentteorin behandlar just dessa intressenter som tillkommer med ökad reglering som stat och nya typer av investerare.

Som bolag måste aktiva åtgärder ske för att underhålla sin relation till sina intressenter. När detta görs är det fem frågor som är centrala:

- *Vilka är våra intressenter?*
- *Vilka typer av intressentkrav ställer de på oss?*
- *Vilket ansvar har vår verksamhet gentemot intressenterna?*
- *Vilka hot och möjligheter ställer intressenterna oss inför?*
- *Hur bör vår verksamhet förhålla sig till våra intressenter?*

Utifrån dessa fem frågor bör verksamheten enligt teorin utformas beroende på de olika intressentkraven.<sup>41</sup> Då en ny reglering implementeras är det enligt intressentteorin de ovannämnda punkterna som ska ligga till grund för företagets handlingar i anpassningsprocessen till en ny reglering. Vad som blir centralt i denna anpassning är att öka förtroendet med hjälp av koden till de olika intressenterna.

---

<sup>40</sup> Nygaard & Bengtsson (2002) *Strategizing – en kontextuell organisationsteori*.

<sup>41</sup> Ibid.

### 3.4. Institutionell teori

Organisationer anpassar sig och förändras för att nå sina interna mål, men även för att följa med i omgivningens utveckling.<sup>42</sup> DiMaggio och Powell (1983) delar upp dessa olika anpassningar utifrån tre olika aspekter: regulativa, normativa och imiterande. Den regulativa aspekten behandlar hur organisationen anpassar sig till regler, lagar eller andra politiska förordningar. Normativa aspekten är huruvida ett företag förändras för att likna grupperns normer inom samma yrkesgrupp. Den tredje aspekten är den imiterande som innebär att företag efterliknar andra framgångsrika företag för att minimera sin egen osäkerhet.<sup>43</sup>

Då Svensk Kod för Bolagsstyrning, SOX och andra regleringar inom bolagsstyrning har uppkommit de senaste åren är det framförallt den regulativa aspekten som behandlas i denna studie. Den normativa och imiterande är dock viktig att se till då vi vill undersöka om Sveriges styrelser redan har förändrats på grund av internationella regleringar och allmänna trender inom bolagsstyrning. Exempelvis kan diskussion i media och politiska indikationer om eventuell lagstiftning för kvotering av kvinnor in i styrelser ha påverkat utvecklingen kring bolagens styrelser.

Oliver (1991) har identifierat vilka olika strategiska beslut ett företag kan välja att ta då de utsätts för påtryckningar från omvärlden, vilket visas i Tabell 1. Tabellen kan användas i vår studie för att se i vilken grad och på vilket sätt svenska företag har agerat vid införandet av internationella regleringar och även av den svenska koden. Då Svensk kod för bolagsstyrning bygger på principen följ eller förklara ges utrymme för företaget att strategiskt agera på flera olika sätt. Generellt så gäller att desto högre straffet är, desto högre grad kommer företagen anpassa sig till lagen. Stora bolag har dock en hög acceptans till nya lagar då de är medvetna om de negativa biverkningar som skapas i form av direkta straff, men även allmänhetens bild av företaget som kan skadas.<sup>44</sup> Då vår studie omfattar stora företag kan det därför förväntas att de agerar enligt den övre halvan av tabellen.

---

<sup>42</sup> Hatch M., (2002). *Organisationsteori*.

<sup>43</sup> DiMaggio, P.J., Powell W.W. (1983). *The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields*.

<sup>44</sup> Oliver. C., (1991) *Strategic responses to institutional processes*, s. 145.



Tabell 1. Visar olika strategier ett företag kan agera efter vid införandet av en ny lag eller reglering.

| Strategier  | Taktiker      | Exempel  |
|-------------|---------------|--|
| Acceptera   | Vana          | Följa omedvetet, ”ta-för-givna” normer.                      |
|             | Imitation     | Imitera institutionella modeller.                            |
|             | Lyda          | Lyda regler och acceptera normer.                            |
| Kompromissa | Balansera     | Balansera förväntningarna på flertal beståndsdelarna.        |
|             | Stilla        | Försona och tillmötesgå institutionella faktorer.            |
|             | Förhandla     | Förhandla med institutionella intressenter.                  |
| Undvika     | Dölja         | Dölja att anpassningarna inte sker.                          |
|             | Konsolidering | Minska risken att utsättas för institutionella inspektioner. |
|             | Undkomma      | Ändra mål, aktiviteter eller domän.                          |
| Trotsa      | Avvisa        | Ignorera tydliga normer och värderingar.                     |
|             | Utmana        | Strida mot regler och krav.                                  |
|             | Attackera     | Angripa källan för den institutionella pressen.              |
| Manipulera  | Inval         | Importerera influerande beståndsdelar.                       |
|             | Influera      | Forma värderingar och kriterium.                             |
|             | Kontrollera   | Dominera över institutionella beståndsdelar och processer.   |

45

### 3.5. Styrelsens sammansättning

#### 3.5.1. Heterogen sammansättning vs Homogen sammansättning

Inom bolagsstyrning betyder mångfald inom styrelsestruktur olika kombinationer i attribut, karaktär och expertis som varje enskild ledamot bidrar med i styrelsearbetet och beslutstagande.<sup>46</sup> Styrelsediversifiering avser aspekten humankapital, som definieras färdigheter, allmänna eller specifika, som erhålls genom erfarenheter och träning. I ett bredare perspektiv behandlas ålder, kön, etnisk bakgrund, kultur, religion, politiskt område,

<sup>45</sup> Oliver. C., (1991) *Strategic responses to institutional processes*, s. 145. Fritt översatt.

<sup>46</sup> van der Walt N. & Ingley C, (2003). *Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors*.

oberoende, yrkesmässig bakgrund, kunskaper, tekniska förmågor, branschfarenhet och livserfarenheter.<sup>47</sup>

Vikten av en mångsidig styrelse diskuteras utifrån teoretiska, moraliska och kommersiella perspektiv. De teorier som främst används som grundargument för en diversifierad styrelse är agentteorin och resursberoende teorin. Agentteorin redogör för vikten av att ha en diversifierad styrelse i avseendet oberoende mot beroende ledamöter. Den resursbaserade teorin ser styrelsen som en nödvändig länk mellan företaget och de nyckelresurser som behövs för att maximera företagets värde. Teorin menar att styrelsens medlemmar är viktiga för att få externa kontakter, som exempelvis källor till kapital, kompetens, kontakter med konkurrenter, marknads och branschinsyn. Diversifiering i detta sammanhang argumenterar därför för en bredare grad av bakgrunder hos de externa ledamöterna för att få så många kontakter som möjligt.<sup>48</sup>

Robinson och Dechant (1997) har utformat propositioner för betydelsen av en heterogen styrelse. Den första säger att mångfald ger en bättre förståelse för marknadsplatsen. De menar att det finns tendenser att marknaden blir allt mer skiftande, och om företaget kan matcha dess skiftande kunder skapas en förutsättning för att kunna penetrera marknaden. För det andra ökar mångfald kreativiteten och förnyelsen. Vidare så skapas en effektivare problemlösning då olika perspektiv från ledamöter med olika bakgrund ger beslutsfattare flera alternativ att överväga och därmed noggrannare utvärderar möjliga utfall. Nackdelen är dock att heterogenitet kan orsaka fler konflikter jämfört med en homogen styrelse då det kan råda olika mening i frågor. Den fjärde propositionen säger att heterogenitet effektiviserar de globala relationerna. Kulturell förståelse är viktigt då marknaden blir mer global och företag har mycket internationella kontakter.<sup>49</sup>

### **3.5.1.1 Oberoende ledamöter**

En effektiv separation av ledning och kontroll kan fås genom att ha oberoende ledamöter i styrelsen. Vid total avsaknad av oberoende ledamöter blir styrelsen endast ett ytterligare

---

<sup>47</sup> van der Walt N. & Ingley C, (2003). *Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors*.

<sup>48</sup> Carter D., Simkins B., & Simpson G., (2002). *Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*.

<sup>49</sup> Robinson G., Dechant K., (1997). *Building a business case for diversity*. s. 21.

forum för ledningen.<sup>50</sup> En oberoende ledamot har därför en betydande roll i styrelsen för att objektivt kunna fungera som ett kontrollorgan skilt från företagets ledning.

Flera studier har gjorts för att undersöka om graden av oberoende ledamöter i styrelsen påverkar företagets värde. Slutsatsen har blivit att inga empiriska bevis finns som stödjer detta.<sup>51</sup> Det finns dock studier som visar på olikheten i att vara en oberoende till skillnad mot en beroende ledamot, och varför oberoendet behövs. Fama och Jensen (1993) har studerat vilka incitament en oberoende ledamot har för att göra ett bra arbete. De menar att oberoende ledamöter ofta har ledande befattningar i andra företag. Ett bra utfört styrelsearbete bygger upp ett rykte om att de är experter i kontrollbeslut, vilket stärker deras karriär. Om de däremot inte utför sitt uppdrag på ett trovärdigt sätt kommer deras humankapitalrykte skadas, och kan generera negativa effekter på deras yrkesroll.<sup>52</sup>

En av styrelsens viktigaste uppgifter är att utvärdera ledningen för att kunna avgöra om de utför ett tillfredställande arbete. En oberoende ledamot anses vara mer aktiv i att avskeda en VD då ett företag inte presterar bra. Detta gör att en styrelse med större grad oberoende anses som effektivare då de i högre grad ser till företagets bästa än ser till VD:ns behov.<sup>53</sup>

### 3.5.1.2 Utländsk ledamot

I en svensk-norsk studie av Oxelheim och Randoy (2003) ses ett samband mellan högre marknadsvärde och en oberoende angloamerikansk ledamot i styrelsen. Studien visar att länder med en finansiell marknad som endast delvis är integrerad, som exempelvis Sverige, kan skapa signifikant värde genom att inkludera en eller flera angloamerikanska ledamöter i styrelsen. En angloamerikan definieras som en ledamot från USA, Kanada eller Storbritannien. Syftet med att få in en sådan ledamot är att få in den typen av bolagsstyrning som existerar i dessa länder.<sup>54</sup>

---

<sup>50</sup> Chambers. A, (2000). *Insights from practice - A teddy bears' picnic or the lion's ring? - Do non-executive directors add value?*

<sup>51</sup> Hermalin. B., Weibach. M., (2000) *Boards of Directors as an Endogenously Determines Institution: A survey of the Economic Literature.*

<sup>52</sup> Fama & Jensen, (1983). *Seperation of ownership and control.*

<sup>53</sup> Weisbach, W.A., (1988). *Outside directors and CEO turnovers.*

<sup>54</sup> Oxelheim L., Randoy T., (2003). *The impact of foreign board membership on firm value.*

Studien visar även att en utländsk ledamot kan vara ett alternativ till att noteras på en utländsk börs för att minska kapitalkostnaden. Dessutom kommer en utländsk ledamot verka för en ytterligare globalisering av företaget. En utländsk ledamot signalerar en öppenhet för utländska investerare, då de är mer sammankopplade till en utländsk bolagsstyrning.<sup>55</sup>

### 3.5.1.3 Kön

En tidigare studie gjord av Carter, Simkis och Simpson (2003) undersökte vilken påverkan kvinnliga ledamöter har på företagets resultat. De kom fram till att kvinnliga ledamöter har en positiv inverkan på resultatet, både kortsiktigt och långsiktigt.<sup>56</sup>

Enligt Fondas, Bilmoria och Wheeler (2000) bidrar kvinnor med intresse för organisationens omgivning samt till strategisk input och socialt kapital till styrelsen<sup>57</sup>. Kvinnor har en viss förmåga att fråga mer fritt än män och detta kan bidra till en produktivare inriktning.<sup>58</sup> Författaren Burke menar även att kvinnorna för med sig särskilda känslor som kan ha en betydelsefull effekt på styrelsearbetet. Han påstår att genom att anställa kvinnor i styrelserna medför det positiva effekter och kan ge ett övertag bland motspelarna.<sup>59</sup> Helgesen argumenterar för att kvinnor har ett stort övertag inom ledarskap och formar därmed styrelser och ledning på ett effektivt sett.<sup>60</sup>

## 3.6. Styrelsens storlek

Lipton, Lorsch (1992) och Jensen (1993) menar på att större styrelser är mindre effektiva än styrelser med färre ledamöter. En rekommendation som ges är att en styrelse bör bestå utav 7 – 8 ledamöter. Effekten av ett större antal ledamöter blir en mindre effektiv styrelse som styrs till större grad av VDn.<sup>61</sup> Ytterligare en anledning är att större styrelser har svårare att samordna och kan få problem med så kallade ”freeride-ledamöter”. Däremot är mindre styrelser mer produktiva och sammanhållna samt kan övervaka företaget

---

<sup>55</sup> Ibid.

<sup>56</sup> Carter, D. Simkis, B. & Simpson W.G (2003). *Corporate Governance, Board Diversity and firm value*.

<sup>57</sup> Fondas (2000). Bilmoria and Wheeler (2000).

<sup>58</sup> Bilmoria, Wheeler, (2000). *Women in management: Current research issues*.

<sup>59</sup> Burke R., (2000). *Company size, board size and numbers of women corporate directors*.

<sup>60</sup> Helgesen S., (1995). *The Web o Inclusion: a new architecture for building great organizations*.

<sup>61</sup> Jensen M., (1993). *The modern industrial revolution, exit and, the failure of internal control systems*.

effektivare.<sup>62</sup> Eisenberg och Sundgren (1998) har visat detta i en studie av finska företag då de ser kopplingar mellan större styrelser och lägre marknadsvärde.<sup>63</sup> En studie i Malaysia och Singapore visar på samma samband som den finska studien och forskarna menar att det därför går att generalisera sambandet över olika bolagsstyrningskulturer då dessa är olika, men studierna ger samma resultat.<sup>64</sup>

---

<sup>62</sup> Linck et al., (2005). *The Determinants of Board Structure*.

<sup>63</sup> Sundberg S., Eisenberg T., (1996). *Larger Board Size, Decreasing Firm Value, and Increasing Firm Solvency*.

<sup>64</sup> Mak Y.T, Kusnadi Yanto, (2000). *Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value*.

## 4. Koder och regler för bolagsstyrning

---

*Det finns ett antal koder som ligger till grund för dagens bolagsstyrning. För att få en djupare förståelse för styrningens uppbyggnad kommer de mest relevanta koderna här nedan att förklaras. Dessa kommer även att användas för att analysera vad som kan ha påverkat svensk styrelsestruktur.*

---

### 4.1 Sarbanes-Oxley Act

Sarbanes-Oxley Act utformades år 2002 på grund av ett antal redovisningsskandaler i USA. Syftet med lagen är att ställa högre krav på bolagens interna kontroller och finansiella rapportering. Stor fokus ligger på att styrka revisionskommitténs funktion, och relationen med företagets utomstående revisor för att få en bättre kontroll. En av åtgärderna är att alla ledamöter i revisionskommittén skall vara oberoende gentemot bolaget.<sup>65</sup>

Ytterligare ett huvudmål med SOX är att göra styrelsen mer oberoende för att öka kontrollen. Det finns dock inga klara direktiv om exakt hur stort oberoendet skall vara i styrelsen. Gällande sammansättningen är det främst de amerikanska börserna som år 2002 införde nya noteringskrav, godkända av SEC i november 2003, som har lett till de största förändringarna i USA. Noteringskraven på amerikanska börsen kräver att en majoritet oberoende ledamöter sitter i styrelsen. De har även gjort en smalare och klarare definition av vad begreppet oberoende innebär.<sup>66</sup> Lagen tillämpas inte bara på amerikanska bolag utan även på internationella bolag registrerade hos SEC. Detta gäller därmed även företag i Sverige, men här träder lagen i kraft först sommaren 2006.

För att målen om interna kontroller och finansiell rapportering ska uppnås krävs fyra åtgärder enligt International Financial Law Review, IFLR:

- Större krav på finansiell rapportering
- Högre krav på revisorers oberoende

---

<sup>65</sup> Sarbanes-Oxley Act - Financial and Accounting Disclosure Information, [http://www.sarbanes-oxley.com/displaysection.php?level=2&pub\\_id=Sarbanes-Oxley&chap\\_id=PCAOB1&message\\_id=1](http://www.sarbanes-oxley.com/displaysection.php?level=2&pub_id=Sarbanes-Oxley&chap_id=PCAOB1&message_id=1), (2005-10-08).

<sup>66</sup> McDonnell Brett H., (2004). *Sarbanes Oxley, Fiduciary Duties, and The Conduct of Officers and Directors*, University of Minnesota Law School.

- Krav på bolagens kontroll och övervakning av revisorer
- Strängare straff för brott mot SOX.<sup>67</sup>

## 4.2 The Combined Code of Conduct

År 1992 kom Storbritannien ut med Cadbury report som är en "code of best practise", och som nu har blivit "the Combined Code of Conduct". Syftet är att höja standarden för bolagsstyrningen och förtroendenivån i finansiell rapportering och revision genom att klart redogöra vilka ansvar som finns för de inblandade och vad som kan förväntas av dem. Koden är inte obligatorisk, men företag noterade på London Exchange ska redogöra för hur de följer koden och även om de inte följer koden, i årsredovisningen.<sup>68</sup>

Den 14 - sidiga koden utgörs av 17 huvudprinciper med en vägledning som bolagen ska följa. I avseende på sammansättningen av styrelsen som denna studie behandlar finns det en punkt med i koden som behandlar detta. Den säger att styrelsen bör ha en balans mellan beroende och oberoende så att ingen individ eller liten grupp av individer kan dominera styrelsens beslutsfattande.<sup>69</sup> Vidare har man specificerat kravet genom att säga att den oberoende gruppen bör vara av den storleken att de bär en signifikant vikt i styrelsebesluten. Ledamöter som är oberoende till företaget skall bestå av mer än en tredjedel. Majoriteten av de oberoende ledamöterna skall även vara oberoende i avseende till affärsverksamheten eller andra relationer som kan påverka deras ställning gentemot företaget.<sup>70</sup> Combined Code säger att styrelseordförande måste vara oberoende gentemot bolaget och får därmed inte vara samma person som VDn.

## 4.3 Aktiebolagslagen

Till grund för svensk bolagsstyrning ligger aktiebolagslagen (1975:1385). Lagen har i flera decennier omarbetats och moderniserats och reglerar flera av de frågor som i andra länder behandlas i regelverk och bolagsstyrningskoder. God bolagsstyrning är lika viktigt i stora

---

<sup>67</sup> International Financial Law Review. *What legislation governs M&A in the US?*  
<http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16378&SID=515271&SM=&SearchStr=sox>. (2005-11-23).

<sup>68</sup> Cadbury Committee on Corporate Governance ( november 2001)  
<http://www.indiaonline.com/nevi/cadb.html>, (2005-11-22).

<sup>69</sup> Ibid.

<sup>70</sup> Ibid.

som små aktiemarknadsbolag. Ett ambitiöst regelverk kan emellertid bli alltför resurskrävande för de mindre bolagen att tillämpa fullt ut.<sup>71</sup>

En ny aktiebolagslag är under omarbetning och träder i kraft 2006. I den gamla och även i den nya aktiebolagslagen (2005:551) behandlas styrelsens storlek och sammansättning mycket ytligt och nämns endast i tre punkter. Enligt lagen ska en styrelse bestå av en eller flera ledamöter och att dessa måste anges i bolagsordningen. Aktiebolag noterade på börsen ska enligt lagen ha en styrelse med minst tre ledamöter. Det omnämns även att i ett publikt aktiebolag får styrelsens ordförande inte vara verkställande direktör i bolaget.<sup>72</sup>

#### 4.4 God styrelsesed

Innan svensk kod för bolagsstyrning offentliggjordes fanns viss vägledning för styrelser om att följa god styrelsesed. Styrelse-Akademien har utvecklat en samlad reglering för god praxis i styrelsearbete. Den är en regelsamling med ett antal riktlinjer för en effektivare bolagsstyrning. Dessa regler har endast varit vägledning för hur svenska bolag ska arbeta och har aldrig varit ett krav att uppfylla.<sup>73</sup>

Seden är uppdelad i ett antal områden där styrelsens storlek, sammansättning och oberoende är intressanta för oss. Här nedan redogörs för dessa områden:

- En styrelse bör ha tillräcklig storlek för att ge plats åt bolagets verksamhet i bredd av kompetenser och erfarenheter men samtidigt kunna bedrivas effektivt
- Rekrytering bör ske med större bredd av kompetenser och erfarenhet
- Andelen kvinnor bör öka i styrelsen
- En styrelse bör vara oberoende gentemot företagsledningen
- Avgående VD bör inte omedelbart utses till styrelseordförande<sup>74</sup>

---

<sup>71</sup> SOU 2004:130, *Svensk kod för bolagsstyrning*.

<sup>72</sup> SFS 2005:551, *Aktiebolagslagen*.

<sup>73</sup> Styrelseakademien. *Vägledning till god styrelsesed*,

<http://www.styrelseakademien.com/upload/dokument/godsedkort.htm>. (2005-12-01).

<sup>74</sup> Ibid.



## 5. Empiri

---

I detta kapitel presenterar vi vårt datamaterial som insamlats. Detta material är av tre olika slag, kvantitativt i form av en kartläggning, kvalitativt i form av intervjuer samt empirisktmaterial från tidigare studier om styrelsetrender.

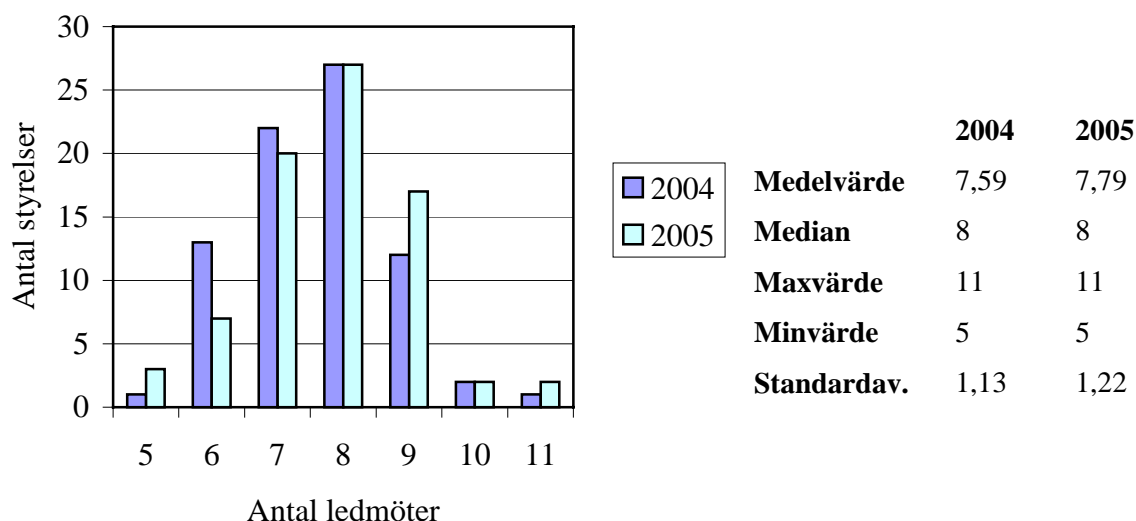
---

### 5.1 Kvantitativ data

#### 5.1.1 Storlek

Under 2004 fanns det totalt 592 ledamöter i de 78 bolag som undersökningen omfattar. Det motsvarar ett medeltal på 7,6 ledamöter per styrelse. Den största styrelsen hade 11 ledamöter jämfört med den minsta på 5 ledamöter. Efter bolagsstämmorna år 2005 hade antalet ledamöter ökat med 2,7 % till 608 stycken. Det gav år 2005 ett medeltal på 7,8 ledamöter med minsta värde på 5 stycken och högsta på 11 stycken, det vill säga samma extremvärden som 2004.

#### Styrelsens storlek

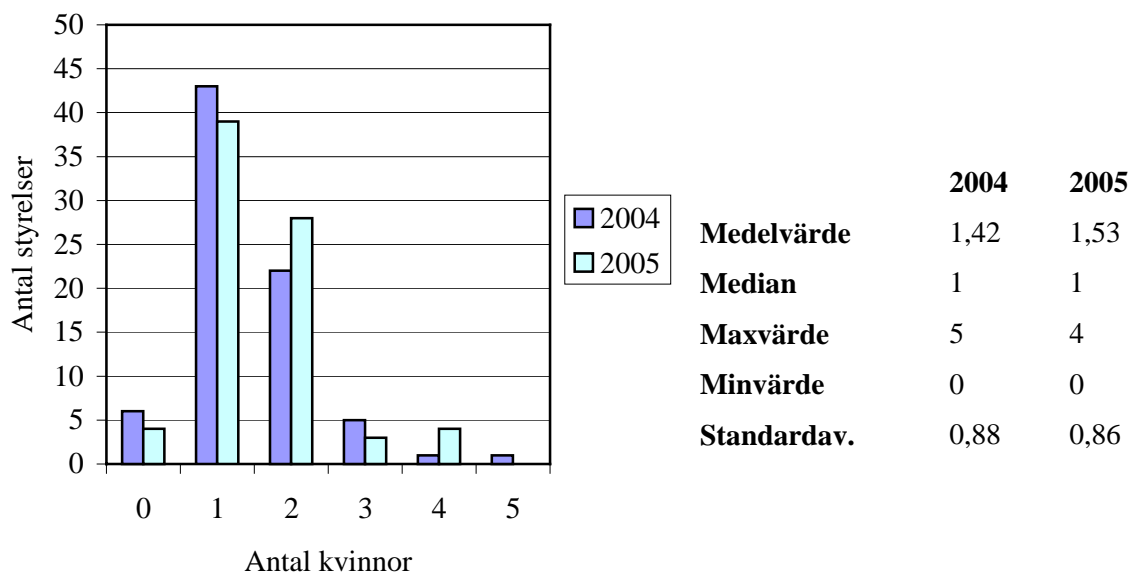


Figur 1. Diagram och tillhörande värden, som visar fördelningen av antal ledamöter i styrelser under år 2004 och 2005.

### 5.1.2 Kvinnliga ledamöter

Knappt 7,7 % av populationens styrelser saknade helt kvinnor i sina styrelser år 2004. Under 2005 minskade denna siffra till 5 %. Trots att det ingår kvinnor i de flesta styrelserna så är de väldigt underrepresenterade med ett medelvärde på 1,4 och 1,5 kvinnor per styrelse under 2004 respektive 2005. Största och lägsta värdet för år 2004 var 5 respektive 0. Under år 2005 minskade högsta värdet till 4 ledamöter men det minsta befann sig fortfarande på 0. Standardavvikelsen var de samma för de båda åren med 0,88 för år 2004 och 0,86 år 2005.

#### Kvinnliga ledamöter

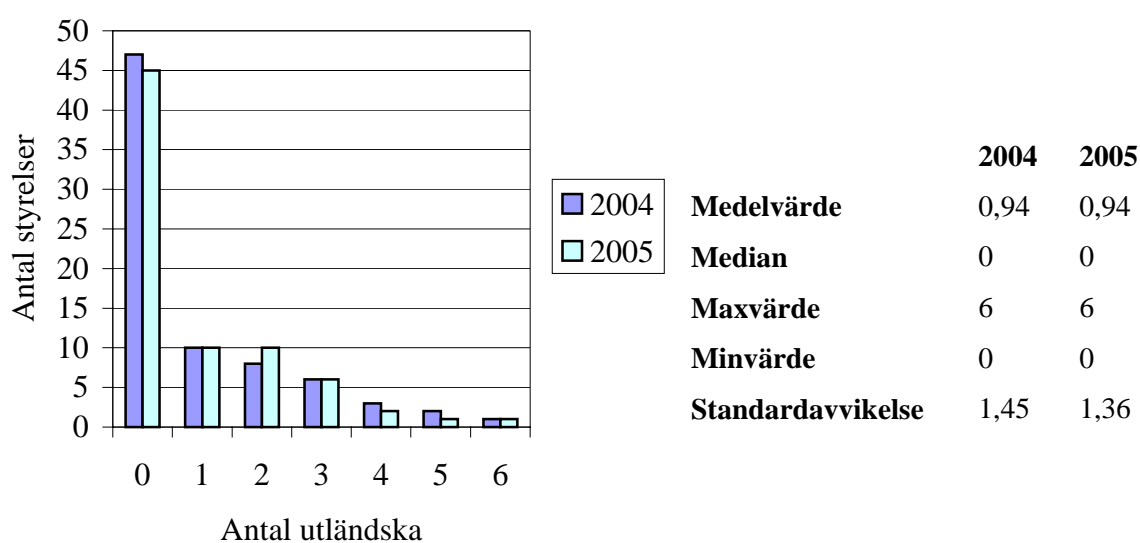


Figur 2. Visar diagram och tillhörande data om antal kvinnliga styrelseledamöter under 2004 och 2005.

### 5.1.3 Utländska ledamöter

År 2004 ingick utländska ledamöter i 31 styrelser, vilket motsvarar 39 %. Under 2005 steg den siffran till 42 %, då det fanns utländska ledamöter i 33 styrelser. Genomsnittet var 0,93 ledamöter i varje styrelse både år 2004 och år 2005.

#### Utländska ledamöter

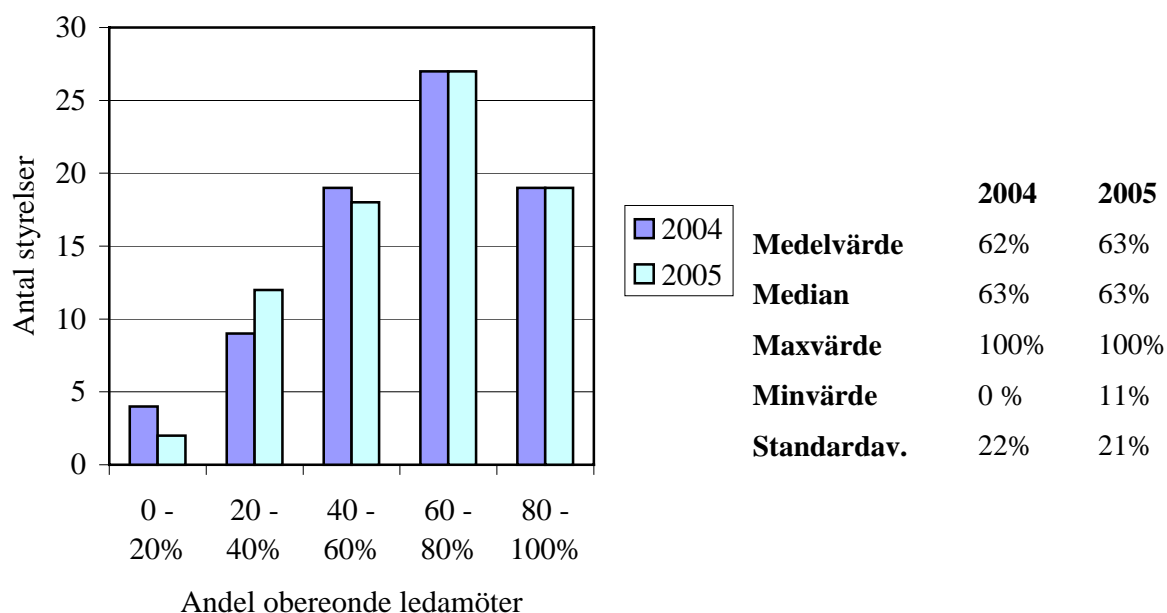


Figur 3. Visar digram och tillhörande värden för antal utländska ledamöter i styrelsen.

### 5.1.4 Oberoende

År 2004 hade 18 av de 78 styrelserna en majoritet beroende ledamöter i sin styrelse. År 2005 var samma värde 17 stycken. Medelvärdet i andel oberoende ledamöter var 62 % år 2004 och 63 % år 2005. De styrelser som under 2004 hade mellan 0-20 % andel oberoende ledamöter har minskat och därmed har det gått mot ett ökat oberoende. Det finns dock ingen förändring att se på de styrelser som har relativt hög oberoendeandel.

#### Andel oberoende ledamöter

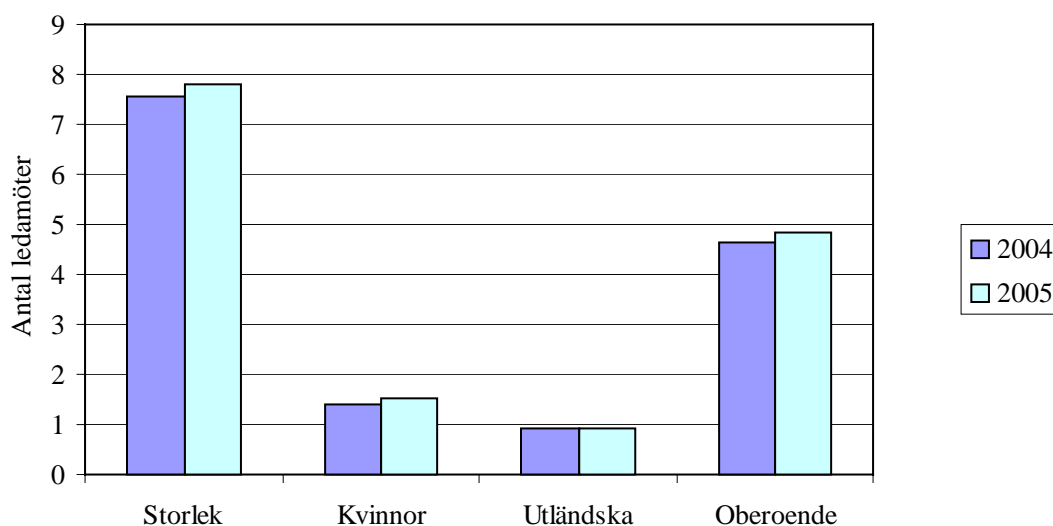


Figur 4. Diagram och tillhörande värden som visar procentuell andel oberoende ledamöter under åren 2004 och 2005.

### 5.1.5 Sammanfattning

En sammanfattning av studien visar att det inte har skett några signifikanta förändringar i styrelserna, då det gäller storlek och sammansättning under det senaste året.

#### Sammanfattning av undersökning



Figur 5. Visar en sammanfattning på den data som studien omfattar för att illustrera en sammanfattad förändring.

### 5.1.6 Test av kvantitativ data

Ett kvantitativt datamaterial bör givetvis testas för att se om det är möjligt att signifikant fastställa om det har skett förändringar. I detta fall avslöjar små skillnader mellan åren att det inte finns någon vikt i att genomföra dessa tester på materialet.

## 5.2 Kvalitativ data

Till vår kvalitativa datainsamling har det som nämnts i metodavsnittet valts två nyckelpersoner med stor omsorg. Dessa nyckelpersoner anser vi är bra representanter från två skilda läger i ämnet.

Intervjuerna strukturerades utifrån fyra huvudpunkter:

- Inställning till koden.
- Om den leder till några konkreta förändringar
- Styrelsens utformning idag
- Internationella regleringars påverkan

## **5.2.1 Intervjuer**

### **5.2.1.1 Erik Åsbrink**

Erik Åsbrink, författaren till Svensk Kod för Bolagsstyrning, förhåller sig positivt till koden. Han menar på att koden löser många problem som företagen har vad det gäller deras bolagsstyrning och förtroende till olika intressenter. Han understryker att målet med implementering av bolagsstyrningskoden är att skapa en bättre och mer effektiv styrning. I och med att koden offentliggjordes 2004 tror Erik Åsbrink inte att företagen har hunnit göra någon radikal förändring i styrelsesammansättningen så att det tydligt märks. Detta eftersom företagen har fram till bolagsstämman 2006 på sig att omstrukturera. Hans uppfattning är att en liten förändring kanske kan utläsas ur det sammanställda materialet. I frågan om ett ökat oberoende, menar Erik Åsbrink att vissa rekommendationer om oberoendet redan fanns innan koden kom på tal, så här bör inga stora skillnader ha skett.

Erik Åsbrink spekulerar i att en anledning till att styrelserna tar in en till styrelseledamot är för att klara kodens krav på mångfald. Han menar att de tar in en till kvinna för att kunna uppfylla mångfaldskraven i styrelsens sammansättning.

På frågan om han tror att utländska koder kan ha påverkat styrelsesammansättningen, svarar han att det kan ha påverkat. Han säger dock att det till störst del bör gälla bolag med internationella koncerner eller dotterbolag .

### **5.2.1.2 Monica Caneman**

Styrelseproffset Monica Caneman har både en positiv och negativ inställning till koden. Det positiva med koden är att alla får riktlinjer för hur de ska arbeta och mindre aktieägare

får mer att säga till om, förklarar Monica Caneman. Hon menar att det är negativt att större aktieägare inte får samma roll som innan koden implementerats, de får inte lika mycket att säga till om. Att styrelsens ordförande inte får vara ordförande på stämman kan även det vara en nackdel eftersom de har god insikt i bolaget. Detta kan bidra till att stämmorna blir ännu mer formella säger hon.

Monica Caneman tror inte att storleken har hunnit förändras i någon större grad, men att styrelseledamöter med stor erfarenhet inom styrelseverksamheten kommer att värderas högre. De största bolagen har redan nu till stor del anpassat sig till koden och dess regler. Mindre bolag kan ligga lite efter i anpassningsarbetet anser styrelseproffset. I fråga om ett ökat oberoendet i styrelserna tycker hon, som själv är stor aktieägare, att inflytandet bör motsvara ägandet. Stora ägare tar sitt ansvar i ett bolag och är ofta en av bolagets bästa resurser. Att dessa inte ska få ha fullt inflytande tycker hon är negativt. Det viktigaste är dock att alla aktieägares intressen tillvaratas och det är en av oberoendets viktigaste punkter menar hon.

För att uppfylla kodens krav kan det vara så att styrelser väljer in en till kvinna utan att utesluta någon annan ur styrelsen tror hon. Utländska koder kan ha påverkat styrelsens arbete och struktur men det finns inget som klart tyder på detta anser Monica Caneman.

## **5.3 Data om styrelsetrend**

### **5.3.1 Svenska och Europeiska trender**

En undersökning av 300 Europeiska företag studerade styrelsetrender under de senaste 5 åren. Urvalet bygger på de företagen med högst marknadsvärde noterade på europeiska börser. Syftet med undersökningen är att visa på hur väl företagen utför sin bolagsstyrning. Ett poängsystem har använts där hänsyn har tagits till tre kriterier, styrelsearbetet, sammansättningen samt transparens. Under perioden 1999 – 2003 är Sverige rankad som fyra, vilket tyder på en bra bolagsstyrningskultur i Sverige.<sup>75</sup>

---

<sup>75</sup> Albert-Roulhac. C., Breen P., (2005). *Corporate Governance in Europe: current status and future trends.*

Vid jämförandet av 2001 och 2004 års studie kunde det ses en allmän förbättring i Europeiska styrelser. Det som framförallt var anmärkningsvärt var den minskade standardavvikelsen i bästa och sämsta företaget i flera länder, vilket tros bero på införandet av nationella koder. Sverige som under 2004 saknade en kod är det land som fortfarande har stor spridning bland företagen.<sup>76</sup>

I de flesta avseenden ligger Sverige på samma nivå som andra europeiska länder. Då det gäller andelen kvinnliga styrelseledamöter är Sverige över medelvärdet.<sup>77</sup> En svensk undersökning fann att under perioden 1996-2002 har andelen kvinnliga ledamöter varit konstant runt 5 % för att under de senaste åren ha ökat markant. Från 2002 till 2003 och från 2003 till 2004 har andelen kvinnliga ledamöter nästan fördubblats.<sup>78</sup>

Trots det allmänna goda resultatet under senaste åren i svensk bolagsstyrning jämfört med andra Europeiska länder, uppmärksammas den låga graden av oberoende under 2003 års studie på 43%<sup>79</sup>. Det gick dock att se en trend år 2004 då styrelser gradvis bestod av fler oberoende.

Med avseende på utländska ledamöter har det kunnat visas på en trend mot fler utländska ledamöter. Under år 2001 var andelen utländska ledamöter 10 % och till 2003 hade den siffran ökat till 26,2 %.<sup>80</sup>

### 5.3.2 Amerikanska trender

Amerikansk forskning av Chhaochharia och Grinstien samt Netter och Yang har i sina studier utgått från grundläggande Corporate Governance - teorier om en effektiv bolagsstyrning. Teorierna säger som nämns i teorikapitlet att effektiv styrning är för ökat oberoende och en mindre styrelse. Studierna har utifrån dessa analyserat effekter av införandet av SOX. Utgångspunkten har varit att om styrelserna tenderar att utvecklas mot

---

<sup>76</sup> Albert-Roullac. C., Breen. P, (2005). *Corporate Governance in Europe: current status and future trends.*

<sup>77</sup> Haspeslagh. P., Heidrick & Struggles International, *Is your board fit for the global challenge? Corporate Governance in Europe* (2003)

<sup>78</sup> Spenser & Stuart, (2004). *Sverige Board Index.*

[http://www.ap2.se/upload/docs/AP2\\_kvinnoindeks\\_2005-10-30.pdf](http://www.ap2.se/upload/docs/AP2_kvinnoindeks_2005-10-30.pdf) (2005-10-30).

<sup>79</sup> Haspeslagh. P., Heidrick & Struggles International, (2003). *Is your board fit for the global challenge? Corporate Governance in Europe* (2005-10-30).

<sup>80</sup> Ibid.



ökat oberoende och minskad storlek, skulle det tyda på att utvecklingen följer den enligt teorin givna vägen. Om det däremot skulle förekomma någon signifikant avvikelse från de teoretiska antagandena skulle det vara ett tecken på att SOX haft en klar påverkan på utvecklingen.

Slutsatserna är att regleringen har lett företagen mot ökat oberoende vilket är i linje med teorin. Dock har det gått emot den grundläggande Corporate Governance teorin i fråga om minskad storlek, då styrelser istället tenderat att öka i storlek. Denna observation skulle då bevisa hypotesen om att en avvikelse från teorin innebär att regleringen haft effekt. Chhaochharia och Grinstien (2004) undersökte förändringar hos 1500 företag under åren 1997, 2000 och 2003 för att kunna klargöra en förändring. Linck, Netter och Yang (2005) gjorde även en analys av trendförändringar i styrelsesammansättning under åren 1998, 2001 och 2004 hos hela 7000 företag efter införandet av SOX.<sup>81</sup> Sammanfattningen är således att SOX har påverkat. Studierna visar också på att andelen styrelserelaterade kostnader ökade drastiskt efter implementeringen av SOX<sup>82</sup>.

---

<sup>81</sup> Chhaochharia och Grinstien (2004). Linck, Netter och Yang (2005).

<sup>82</sup> Linck, Netter och Yang, (2005) *The Determinants of boardstructure*.

## 6. Analys

---

*I detta kapitel knyter vi samman vår empiriska och teoretiska del. Vi analyserar även de olika empiriska delarna mot varandra för att kunna se samband och olikheter. Vi vill utifrån nämnda teoretiska aspekter och insamlad empiri tydliggöra vårt syfte för att avslutningsvis kunna besvara våra forskningsfrågor.*

---

### 6.1 Styrelsens utformning idag

Det råder inga tvivel om att svenska styrelser följer det teoretiskt vedertagna mönstret i sin utveckling mot effektivare bolagsstyrning. Trenderna som presenteras tyder på att svenska styrelser följer den positiva utvecklingen mot förbättrad styrning som Europas övriga ledande länder. Sedan 1992, då Storbritannien införde en kod om bolagsstyrning, har ämnet uppmärksamrats och världens stora ekonomier har blivit mer fokuserade på området. Då SOX infördes har vår europeiska utveckling, som mycket annat, präglats av den amerikanska regleringen. De nya europeiska uppförandekoderna som utvecklats under de senaste åren har även de påverkats av den amerikanska regleringen. Det är därför mycket troligt att implementeringen av Sarbanes-Oxley Act på den amerikanska marknaden har haft både en direkt och indirekt inverkan på det svenska bolagsstyrningssystemet.

Transparens som är en av bedömningsfaktorerna kan användas för att kunna ranka styrelserna och ses som positivt ur ett intressentteoretiskt perspektiv. Ökad transparens är en central värdefaktor i intressentteorin då det skapar förtroende. Utvecklingen är därmed i linje med intressentteorin då företagen har vidtagit åtgärder för att tillgodose sina intressenters intressen. Då detta är ett av huvudsyftena med Svensk Kod för Bolagsstyrning ser det ut som att svenska styrelser redan idag ligger på en hög nivå avseende transparens.

### 6.2 Anpassningen till svensk kod

Den institutionella teorin behandlar en väsentlig aspekt i anpassningsfrågan, nämligen den normativa aspekten som innebär att svenska företag imiterar andra ledande internationella företags bolagsstyrning. Enligt denna teoretiska aspekt är det fullt möjligt att förändringar i framgångsrika utländska företag som påtvingats nya regleringar imiterats av svenska

företag. Detta skulle i så fall ge stöd åt hypotesen att den svenska bolagskoden inte tillför något nytt, utan förändringar i styrelsestrukturen har redan skett som en följd av internationella regleringar.

Även de olika strategier som företagen skulle välja att agera efter, vid införandet av en lag eller reglering enligt den institutionella teorin, är högst aktuella. Då den svenska koden inte är någon lag utan en kod och bygger på följ eller förklara är det mycket troligt att de svenska företagen agerar efter strategier som kompromissa eller undvika, snarare än att acceptera. I strategin kompromissa skulle det innebära att företagen hela tiden precis gör vad som krävs för att inte bli anklagade för att bryta mot koden, det vill säga företagen gör så lite som möjligt. Nästa variant skulle vara att företagen agerar utifrån strategin att undvika, vilket skulle innebära att företagen gör allt för att inte följa koden. Det är just det sistnämnda som är risken med att ha en kod som bygger på följ eller förklara och inte har några tydliga påföljder. Samtidigt finns det fördelar med att använda sig av begreppet följ eller förklara. Kraven kan sättas på en mycket högre nivå i en sådan reglering, tillskillnad mot vad kraven kan vara i en lag eller i en tvingande reglering.

### **6.3 Storlek och sammansättning år 2004 och 2005**

Vid sammanställningen av vårt insamlade material gick det inte med statistisk signifikans att se någon förändring i svenska styrelser storlek och sammansättning, som kan härledas till svensk kod för bolagsstyrning. Dock kan små förändringar urskiljas vilka vi har analyserat.

#### **6.3.1 Oberoende ledamöter**

Det finns inga studier som med empirisk signifikans kan visa på att fler oberoende ledamöter ökar företagets värde. Trots det så ger internationella koder rekommendationer om ett ökat oberoende i styrelsen. Vår kartläggning av svenska styrelser från år 2004 till år 2005 visar att det inte går att se några större förändringar i medeltal sedan den svenska koden infördes, då det endast skiljer en procentenhet mellan åren. Då SOX infördes år 2002 kunde studier av amerikanska styrelser visa på en ökad grad av oberoende som var kopplat till införandet av koden. Tidigare studier från perioden 1999 till 2004, det vill säga före kodens införande, har visat att det även i Sverige gått i riktning mot ett ökat oberoende i styrelserna.

Erik Åsbrink säger att rekommendationer om oberoendet redan fanns innan koden infördes, därför anser han att det inte borde ha skett några större förändringar. I ABL och God styrelsesed nämns oberoende, men det finns inga klara definitioner om vad en oberoende ledamot är, samt hur stor del av styrelsen som bör vara oberoende. Däremot i de internationella regleringarna finns hänvisningar som behandlar aspekten oberoende mer omfattande. En av de viktigaste punkterna i Svensk Kod för Bolagsstyrning är graden av oberoende i svenska styrelser vilket kan tyda på att kodgruppen inte har ansett existerande svenska regleringar tillräckliga vid jämförelse med de internationella.

Det som kan utläsas från vår kartläggning är att de styrelser med liten andel (0-20 %) oberoende ledamöter har minskat. Detta är ett steg i riktningen mot kodens föreskrifter. I studier om Europeiska bolagsstyrningstrender från 2004 observeras att Sverige, till skillnad mot de flesta andra länder, hade en stor spridning mellan det bästa och sämsta företaget i avseende god bolagsstyrning. Forskarna anser att anledningen kan vara att länder med mindre spridning har nationella koder, vilket Sverige saknade vid den tidpunkten. Detta kan därmed tyda på att koden har en viss inverkan på spridningen.

Monica Caneman säger att det negativa med ökat oberoende är att storägare som tar sitt ansvar, är stora resurser och nu inte får fullt inflytande. Hon ser det som en viktig del att ha ett inflytande som motsvarar sitt ägande. Detta påstående kan vara ett tecken på att svenska styrelser är motvilliga till att minska andelen beroende ledamöter i styrelsen, som koden eftersträvar.

Intressentteorin behandlar aspekten att företaget måste se till att tillfredsställa flera typer av intressenter. Detta ser även Monica Caneman som relevant då hon säger att det viktigaste är att alla aktieägares intressen tillgodoses vilket är en av de mest relevanta punkterna för en oberoende ledamot.

### **6.3.2 Storlek**

Tidigare studier visar att bästa styrelsestorleken är 7-8 ledamöter. Svenska styrelser verkar vara av samma uppfattning, då vårt empiriska material visar ett medelvärde som ligger just mellan 7 och 8 personer. Däremot är variationen i antal desto större då det ligger mellan 5 och 11 ledamöter. Detta kan antingen betyda att svenska företag i helhet inte är av samma

uppfattning, eller att avvikelsen från medelvärdet är försumbar då det endast handlar om ett fåtal ”utelligare”. Spridningen i antalet styrelsemedlemmar kan också vara ett resultat av att koden inte har implementerats fullt ut ännu. Enligt våra intervjuer antyddes att en stor förändring avseende storleken inte har skett ännu då bolagen har tid på sig till 2006 års bolagsstämma att anpassa sig till koden.

Enligt vår studie ligger medelvärdet på 7.6 år 2004 och på 7.8 år 2005, det vill säga en liten ökning på 0.2 år. Även om ökningen inte är signifikant, det vill säga ytterst marginell, så är det trots allt en tendens mot en ökning i antalet ledamöter. Denna lilla ökning, eller stagnering skulle kunna vara ett tecken på att koden fått utslag. Utslaget i detta fall skulle då strida mot Corporate Governance teorin om att styrelsen bör minska i storlek för att röra sig mot sitt optimum. Med stöd från de amerikanska slutsatserna efter SOX införande, då det var en liknande trend, skulle detta kunna innebära att även den svenska koden haft en viss effekt. Alternativt så är resultatet snarare en stagnering vilket kan tyda på att svenska styrelser redan befinner sig nära optimum avseende storlek. Det skulle i så fall innebära att det inte skett någon förändring efter kodens införande utan att de nödvändiga förändringarna redan har inträffat.

En annan aspekt på förändringen är att det är en följd av regleringen angående mångfald i styrelserna. Vårt kvalitativa material visade antydningar om att en ökning i antalet medlemmar kan vara en produkt av kravet på mångfald. Istället för att byta ut befintliga styrelsemedlemmar mot medlemmar av annan bakgrund, kön eller nationalitet för att få ökad bredd, så tillsätts istället en extra medlem med just någon av dessa egenskaper.

### **6.3.3 Kvinnliga ledamöter**

Studier har visat att kvinnor på olika sätt kan ha en positiv inverkan på styrelsearbetet. Vårt empiriska resultat ger inga större utslag på att fler kvinnor ska ha valts in i styrelserna, men en tendens av ökning kan utläsas. Tidigare trender inom styrelserna har visat en tydlig ökning av andelen kvinnor från 2002, samma år som SOX infördes. Innan 2002 var det en konstant andel kvinnliga ledamöter, för att efter 2002 till 2004 fördubblas. Detta tyder på att förändringar i andel kvinnor har skett de senaste åren efter SOX infördes, men innan Svensk kod för bolagsstyrning blev aktuell. Enligt institutionell teori så har även stora företag en benägenhet att bli påverkade av omgivningens utveckling i sina strategier. Då en

debatt om jämställdhet i näringslivet funnits senaste åren så kan det vara en av orsakerna som har påverkat ökningen av kvinnliga ledamöter sedan år 2002.

En annan iakttagelse är att storleken på styrelserna har ökat vilket kan ha en möjlig förklaring i strävan om en jämnare könsfördelning. Både styrelseproffset Monica Caneman och Erik Åsbrink spekulerar i att styrelserna nu efter kodens offentlighetskrav väljer in en till kvinna utan att utesluta någon sittande styrelseledamot. På detta sätt uppfyller styrelserna kravet om kvinnliga representanter i styrelsen på ett resurssnålt sätt.

#### **6.3.4 Utländska ledamöter**

Nya studier visar på att företag med amerikanska oberoende styrelseledamöter värderas högre än företag utan. Ur vår empiri kan vi utläsa att antalet utländska ledamöter har ökat med några procentenheter från 2004 till 2005. Det tycks vara en trend bland företagen att ta in utländska ledamöter, vilket också kan vara ett sätt att matcha kraven på mångfald och bredd.

## 6.4 Forskningsfrågorna besvaras

• **Har implementeringen av koden haft någon inverkan på svenska styrelser storlek och sammansättning idag, eller har redan existerande regleringar påverkat den svenska styrelseutformningen?**

– Det finns inga statistiskt säkerställda bevis för att det har skett någon förändring i svenska styrelser storlek eller sammansättning. Däremot finns det mycket som tyder på att utländska regleringar har spelat en roll i svensk bolagsstyrningsutveckling.

• **Fyller koden någon funktion idag och kan koden komma att påverka framtida styrelseutformning?**

– Kodens funktion idag är främst att skapa förtroende för de svenska storföretagen, och utifrån den aspekten fyller koden en viss funktion. Eftersom det inte går att visa på om koden tillför något nytt så blir dess funktion tveksam. Med stöd från viss del ur det kvalitativa materialet så finns det belägg för att säga att koden kommer att påverka framtida utformning gällande storlek och sammansättning. Detta påstående är betydligt mer tveksamt utifrån övrig empiri som snarare tyder på att de förändringar som kommer med en kod redan har skett som ett resultat av andra regleringar.

## 6.5 Förslag till vidare forskning

Då koden inte har existerat under en längre tid så skulle det vara intressant med samma typ av kartläggning fast efter bolagsstämman 2006.

I denna studie har vi främst sett till aspekterna storlek och sammansättning. Ett förslag till vidare forskning kan även vara att se på andra delar av koden, exempelvis utformning av nomineringskommittén.

## 7. Slutdiskussion

---

*Detta kapitel avslutar uppsatsen genom att utifrån egna tankar och funderingar analysera studiens resultat.*

---

Att frågan om att inte följa koden överhuvudtaget väckts måste tyda på att just den svenska koden har inslag som i alltför stor utsträckning strider mot effektivitet i styrningsavseende. Det kan också vara så att de tidigare reglerna redan lett till de nödvändiga förändringar som behövs och att den svenska koden är någon form av djupdykning i olika punkter, som till exempel oberoende ledamotspunkten. Den är så noggrant definierad att själva tydandet i sig är svårt vilket näst intill omöjliggör en helt korrekt implementering.

Fjärde AP-fonden anser att detaljriktigheten i den svenska koden kan göra den svår att marknadsföra internationellt. Svenska Bankföreningen framhåller att även om en svensk kod i möjligaste mån bör anpassas till internationella koder måste den alltid ligga i linje med den svenska lagstiftningen och traditioner på bolagsstyrningsområdet. Kodgruppens förhållningssätt beträffande internationell harmonisering har varit att avvika så litet som möjligt från vad som kan anses vara internationell standard men inte tveka att avvika när detta har bedömts befogat. En svensk kod måste utgå från svensk lagstiftning och bör beakta de särdrag i den svenska Corporate Governance-strukturen som anses värdefulla att vidmakthålla. En alltför avvikande svensk kod skulle å andra sidan kunna leda till problem för företag med notering i flera länder och göra det svårare att attrahera internationellt riskkapital. Detta kan ha gjort att koden blir för oklar då det måste tas hänsyn till flera faktorer och infallsvinklar. I slutändan kan det ha lett till en svag reglering innehållande mycket kompromisser.

Ytterligare uppmärksamhet bör läggas på att koden är utformad av näringslivet, för näringslivet. Det vill säga de som berörs av koden har gjort sin egen kod, eller som Erik Åsbink uttryckte sig i en intervju ”hellre förekomma än att förekommas”. Bland kodgruppens medlemmar finns kända namn från näringslivet som själva sitter i ett flertal styrelser. Det kan ifrågasättas om de verkligen har varit helt objektiva vid utformningen.



Ytterligare ett problem som kan leda till att företagen inte följer koden, är bristen på personer med tillräcklig kompetens i Sverige. Det vill säga att det kan vara svårt att hitta ledamöter med önskad profil, både utifrån kodens krav, men även ifråga om yrkeskompetens. Idag är det exempelvis endast ett fåtal kvinnor sittande i flera styrelser, som kan sägas representera den totala andelen. Detta kan vara ett tecken på att de saknas kvinnor med kompetens och därför rekryteras samma person till flera styrelseposter. Det samma kan även tänkas gälla vid tillsättande av en oberoende ledamot. Då en person ska vara oberoende ska det inte finnas kopplingar till företaget eller ägarna, men samtidigt krävs kompetens för att kunna behandla frågor gällande företagets verksamhet.

Den nya koden har gett revisionsbyråer och konsulter en ytterligare inkomstkälla. Koden är till viss del oklar och kan vara svår att förstå för personer som inte är insatta. Vissa delar av koden väcker möjligtvis större uppståndelse än andra, då främst definitionen av oberoende ledamot. Denna definition har kritiserats för att vara hemsnickrad och orsaka mycket onödiga tolkningssvårigheter.<sup>83</sup> Det skapas därför ett behov av undervisning och rådgivning. Det kan vara så att de som har utformat koden, är de som kommer att tjäna pengar då företagen tvingas anpassas till koden.

Det råder inga tvivel om att den nya svenska koden väcker starka känslor och ett ifrågasättande om dess nödvändiga existens. Kanske är det så att regleringar för bolagsstyrning i sig är en viktig sak för att följa med i den internationella utvecklingen. Det verkar dock som att utformningen av den svenska koden har lett till negativa reaktioner så att den redan förlorat delar av sin trovärdighet. Om koden redan i dag har tappat i trovärdighet kan dess huvudsyfte ifrågasättas. Kommer koden verkligen att öka förtroendet för svenskt näringsliv och bidra till en effektivare styrning?

---

<sup>83</sup> Affärsvärlden, (2004-09-30).*Stoppa koden!*, <http://www.affarsvarlden.se/art/83959>, 2005-12-09.

## 8. Källförteckning

### 8.1 Publicerade källor

#### 8.1.1. Litteratur

Bell Judith, *Introduktion till forskningsmetodik*, 3e uppl. Studentlitteratur, 1995.

Bryman, A. & Bell, E. *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*, Liber, 2005.

Hatch Mary Jo. *Organisationsteori - Moderna, symboliska och postmoderna perspektiv*, Studentlitteratur, Lund, 1997.

Jacobsen, D.I ,*Vad , hur och varför?* Studentlitteratur, Lund, 2002.

Mallin C., *Corporate Governance*, Studentlitteratur, Lund, 2004.

Nygaard, Claus och Bengtsson, Lars *Strategizing –en kontextuell organisationsteori*, Studentlitteratur, Lund, 2002.

#### 8.1.2. Tidskrifter

Albert-Roulhac. C., Breen P., (2005). *Corporate Governance in Europe:current status and future trends*. Journal of Strategy, vol. 26. no. 6.

Bhagat, Sanjai, and Black, Bernard (1999). *The uncertain relationship between board composition and firm performance*, The business Lawyer 54.

Bilimoria D., Wheeler J., (2000). *Women corporate directors, current research and future directions*. Women in management: Current research issues, vol. 2.

Burke R., (2000). *Company size, board size and numbers of women corporate directors*. Women in management: International challenges and opportunities, s.111-127.

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

Chambers. Andrew, *Insights from practice - A teddy bears' picnic or the lion's ring?-Do non-executive directors add value?* (2005) Measuring Business Excellence, Bradford: 2005. Vol. 9, Iss. 1; p. 23.

DiMaggio, P.J., Powell W.W.(1983). *The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields*, American Sociological review, Vol 48, s. 147-160..

Fama, Jensen, *Separation of ownership and control* (1983) Harvard University Press 1998, The Journal of Law and Economics, Vol 26.

- Fondas N., (2000). *Women on boards of directors: Gender bias or power threat?* Women in management: International challenges and Opportunities, s. 171-177.
- Helgesen, Sally (1995), *The Web of Inclusion: a new architecture for building great organizations*, Doubleday/Currency, New York.
- Hermalin. B., Weibach. M., (1998) *Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of CEO*. American Economic Review. Vol 88, s.96 – 118.
- Jensen Michael (1993). *The modern industrial revolution, exit and, failure of internal control systems*. Harvard University press december 2000, Journal of Finance, Juli 1993.
- Jensen, M. & Meckling, *Managerial Behavior: Agency Costs and Ownership Structure*. Harvard University Press, December 2000, The Journal of Financial Economics, 1976.
- Haspeslagh. P., Heidrick & Struggles International, (2003). *Is your board fit for the global challenge?* *Corporate Governance in Europe*, (2005-10-30).
- Oliver. C., *Strategic responses to institutional processes*, Academy of Management, 1991, The Academy of Management Review, s. 145, Jan 1991.
- Oxelheim, Lars; Randoy, Troy (2001) *The impact of foreign board membership on firm value*, Journal of banking & Finance 27 (2003).
- Robinson Gail, Dechant Kathleen, (1997). *Building a business case for diversity*, The Academy of Management Executive, Aug 1997: 11: 3, ABI/INFORM Global s. 21.
- Sundén M., Wahlberg M., (2003-12-22) *Petersson anklagas för gränslös bonus*, Svenska Dagbladet.
- Tricker Bob (2002). *The subject whose time has come*. Corporate Governance: An international review, vol 8, issue 4, s. 289-296.
- Unerman Jeff, O'Dwyer Brendan (2003-04-15). *Enron, Worldcom, Anderson et al.: A challenge for modernity* *Critical Perspectives on Accounting*.
- van der Walt. N & Coral Ingley, ( 2003). *Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors* Corporate Governance: an International review , vol 11 issue3.
- Weisbach, W.A., (1988). *Outside directors and CEO turnovers*, Journal of Financial Economics 20, 431-460.

### 8.1.3 Offentligt tryck.

SOU 2004:130, *Svensk kod för bolagsstyrning*.

SFS 2005:551, *Aktiebolagslagen*.

### 8.1.4 Övrig publicering

Adams Renée, Ferreira Daniel, *A theory of friendly boards*. Stockholms Universitet. Studentuppsats.

Becht Marco, Bolton Patrick, Röell Ailsa (2002). *Corporate Governance and control*, Finance working paper nr. 02.

Becker L., Bjerke S., Wallmark F., (2005). *Styrelsens sammansättning - Är diversifiering en framgångsfaktor?* Lunds Universitet, Studentuppsats.

Boone, Audra L., Laura C. Field, Jonathan M. Karpoff, and Charu G. Raheja, (2005). *The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis*, Working paper.

Chhaochhaira, Vidhi, and Yaniv Grinstein (2004) *The transformation of U.S. corporate boards: 1997-2003*, Working paper Cornell university.

David A. Carter, Betty J. Simkins, W. Gary Simpson, ( 2002). *Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value*, Oklahoma State University, Working Paper.

Linck James, Netter Jeffrey, Yang Tina, *The Determinants of Board Structure* (2005) Terry College of Business, University of Georgia, Working Paper.

Mak Y.T, Kusnadi Yanto, (2000). *Size really matters: further evidence on the negative relationship between board size and firm value*, Department of Finance and Accounting, NUS Business School, National University of Singapore. Working Paper.

Milton Harris, Raviv Artur (2005). *A theory of board control and size*, Working Paper.

Hermalin. B., Weibach. M., (2000). *Boards of Directors as an Endogenously Determines Institution: A survey of the Economic Literature*, University of California, Berkley, Working Paper.

Holmgren H., Karlsson B., (2005) *En fallstudie för hur svensk kod för bolagsstyrning kan komma att påverka valberedningen*. Studentuppsats.

Lindström, Robert (2004). *Styrelseutvärdering i teori och praktik*. Lunds Universitet, Studentuppsats.

McDonnell Brett H., (2004). *Sarbanes Oxley, Fiduciary Duties, and The Conduct of Officers and Directors*, University of Minnesota Law School, Working paper.

Sundberg. Stefan, Eisenberg. Theodore, *Larger Board Size, Decreasing Firm Value, and Increasing Firm Solvency* (1996), Working paper.

## 8.2 Muntliga källor

Erik Åsbrink                      Ordförande i Förtroendekommissionen (2005-11-25).

Monica Caneman                Styrelseproffs (2005-11-29).

## 8.3 Elektroniska källor

Affärsvärlden. *Styrelser satsar på kompisar*, (2005-03-22).

<http://www.affarsvarlden.se/art/99272>, (2005-11-23).

Affärsvärlden, (2004-09-30). *Stoppa koden!*, <http://www.affarsvarlden.se/art/83959>, (2005-12-09).

Affärsvärlden. (2005-03-22). *Brist på oberoende i Investors styrelse*.

<http://www.affarsvarlden.se/art/98517>, (2005-11-23).

Affärsvärlden. *OMX: Stockholmsbörsen välkomnar kod för bolagsstyrning*,

<http://www.affarsvarlden.se/art/9851>, (2005-11-23).

International Financial Law Review. *What legislation governs M&A in the US?*

<http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16378&SID=515271&SM=&SearchStr=sox>. (2005-11-23).

Cadbury Committe on Corporate Governance (2001).

<http://www.iflr.com/?Page=17&PUBID=213&ISS=16378&SID=515271&SM=&SearchStr=sox>, (2005-11-21).

The Combined Code of Conduct. <http://www.indiaonline.com/nevi/cadb.html>, (2005-11-01).

Sarbanes-Oxley Act, *Sarbanes-Oxley Act - Financial and Accounting Disclosure Information*, [http://www.sarbanes-oxley.com/displaysection.php?level=2&pub\\_id=Sarbanes-Oxley&chap\\_id=PCAOB1&message\\_id=1](http://www.sarbanes-oxley.com/displaysection.php?level=2&pub_id=Sarbanes-Oxley&chap_id=PCAOB1&message_id=1),

(2005-10-14).

Spenser & Stuart, (2004). *Sverige Board Index*.

[http://www.ap2.se/upload/docs/AP2\\_kvinnoindex\\_%202004.pdf](http://www.ap2.se/upload/docs/AP2_kvinnoindex_%202004.pdf), (2005-10-30).

Styrelseakademien, *Vägledning till god styrelsesed*.

<http://www.styrelseakademien.com/upload/dokument/godsedkort.htm>, (2005-12-01).

## **Företagsinformation**

### **A-listan**

**Ångpanneföreningen AB:** [www.angpanneforeningen.se](http://www.angpanneforeningen.se)

**Assa Abloy AB:** [www.assaabloy.se](http://www.assaabloy.se)

**Atlas Copco AB:** [www.atlascopco.se](http://www.atlascopco.se)

**Beijer AB, G&L:** [www.beijer.se](http://www.beijer.se)

**Bergman & Beving AB:** [www.bb.se](http://www.bb.se)

**Bure Equity AB:** [www.bure.se](http://www.bure.se)

**Cardo AB:** [www.cardo.se](http://www.cardo.se)

**Elekta AB:** [www.elekta.se](http://www.elekta.se)

**Electrolux, AB:** [www.electrolux.se](http://www.electrolux.se)

**Ericsson, Telefonab. L M:** [www.ericsson.se](http://www.ericsson.se)

**FöreningsSparbanken AB:** [www.fsb.se](http://www.fsb.se)

**Gambro AB:** [www.gambro.se](http://www.gambro.se)

**Getinge AB:** [www.getinge.se](http://www.getinge.se)

**Gunnebo AB:** [www.gunnebo.se](http://www.gunnebo.se)

**Hexagon AB:** [www.hexagon.se](http://www.hexagon.se)

**Haldex AB:** [www.haldex.se](http://www.haldex.se)

**Höganäs AB:** [www.hoganas.se](http://www.hoganas.se)

**Holmen AB:** [www.holmen.se](http://www.holmen.se)

**Hufvudstaden AB:** [www.hufvudstaden.se](http://www.hufvudstaden.se)

**Industrivärden, AB:** [www.industrivarden.se](http://www.industrivarden.se)

**Investor AB:** [www.investor.se](http://www.investor.se)

**JM AB:** [www.jm.se](http://www.jm.se)

**Lindex, AB:** [www.lindex.se](http://www.lindex.se)

**Nordea Bank AB:** [www.nordea.se](http://www.nordea.se)

**OMX AB:** [www.omx.se](http://www.omx.se)

**Sandvik AB:** [www.sandvik.se](http://www.sandvik.se)

**Sardus, AB:** [www.sardus.se](http://www.sardus.se)

**SAS AB:** [www.sas.se](http://www.sas.se)

**Svenska Cellulosa AB SCA:** [www.sca.se](http://www.sca.se)

**Scribona AB:** [www.scribona.se](http://www.scribona.se)

**SCANIA AB:** [www.scania.se](http://www.scania.se)  
**Skandia, Försäkringsab.:** [www.skandia.se](http://www.skandia.se)  
**Skandinaviska Enskilda Banken AB:** [www.seb.se](http://www.seb.se)  
**Seco Tools AB:** [www.seco.se](http://www.seco.se)  
**Securitas AB:** [www.securitas.se](http://www.securitas.se)  
**Svenska Handelsbanken AB:** [www.handelsbanken.se](http://www.handelsbanken.se)  
**Skanska AB:** [www.skanska.se](http://www.skanska.se)  
**SKF, AB:** [www.skf.se](http://www.skf.se)  
**SSAB Svenskt Stål AB:** [www.ssab.se](http://www.ssab.se)  
**Swedish Match AB:** [www.swedishmatch.se](http://www.swedishmatch.se)  
**Ticket Travel Group AB:** [www.travelgroup.ticket.se](http://www.travelgroup.ticket.se)  
**TeliaSonera AB:** [www.teliasonera.se](http://www.teliasonera.se)  
**Trelleborg AB:** [www.trelleborg.se](http://www.trelleborg.se)  
**TV4 AB:** [www.tv4.se](http://www.tv4.se)  
**Volvo, AB:** [www.volvo.se](http://www.volvo.se)  
**WM-data AB:** [www.vmdata.se](http://www.vmdata.se)

## **O-listan**

**Alfa Laval AB:** [www.alfalaval.se](http://www.alfalaval.se)  
**Axfood AB:** [www.axfood.se](http://www.axfood.se)  
**Billerud AB:** [www.billerud.se](http://www.billerud.se)  
**Boliden AB:** [www.boliden.se](http://www.boliden.se)  
**Capio AB:** [www.capio.se](http://www.capio.se)  
**Carnegie & Co AB,:** [www.carnegie.se](http://www.carnegie.se)  
**Castellum AB:** [www.castellum.se](http://www.castellum.se)  
**Clas Ohlson AB:** [www.clasohlsson.se](http://www.clasohlsson.se)  
**Cloetta Fazer AB:** [www.cloettafazer.se](http://www.cloettafazer.se)  
**Eniro AB:** [www.eniro.se](http://www.eniro.se)  
**Fabege AB:** [www.fabege.se](http://www.fabege.se)  
**Hakon Invest AB:** [www.hakoninvest.se](http://www.hakoninvest.se)  
**Hennes & Mauritz AB, H & M:** [www.hm.se](http://www.hm.se)  
**Intrum Justitia AB:** [www.intrumjustitia.se](http://www.intrumjustitia.se)  
**Kinnevik, Investment AB:** [www.kinnevik.se](http://www.kinnevik.se)  
**Kungsleden AB:** [www.kungsleden.se](http://www.kungsleden.se)

**Latour, Investmentab:** [www.latour.se](http://www.latour.se)  
**Lundbergföretagen AB, L E:** [www.lundbergs.se](http://www.lundbergs.se)  
**Lundin Petroleum AB:** [www.lundin-petroleum.com](http://www.lundin-petroleum.com)  
**Micronic Laser Systems AB:** [www.micronic.se](http://www.micronic.se)  
**Modern Times Group MTG AB:** [www.mtg.se](http://www.mtg.se)  
**Munters AB:** [www.munters.se](http://www.munters.se)  
**NCC AB:** [www.ncc.se](http://www.ncc.se)  
**NIBE Industrier AB:** [www.nibe.se](http://www.nibe.se)  
**Nobia AB:** [www.nobia.se](http://www.nobia.se)  
**Peab AB:** [www.peab.se](http://www.peab.se)  
**Pergo AB:** [www.pergo.se](http://www.pergo.se)  
**Q-Med AB:** [www.q-med.se](http://www.q-med.se)  
**Ratos AB:** [www.ratos.se](http://www.ratos.se)  
**SAAB AB:** [www.saab.se](http://www.saab.se)  
**Tele2 AB:** [www.tele2.se](http://www.tele2.se)  
**Telelogic AB:** [www.telelogic.se](http://www.telelogic.se)  
**Wallenstam Byggnads AB., Lennart:** [www.wallenstam.se](http://www.wallenstam.se)  
**Wihlborgs Fastigheter AB:** [www.wihlborgs.se](http://www.wihlborgs.se)  
**Öresund, Investmentab:** [www.oresund.se](http://www.oresund.se)