

Företagsekonomiska institutionen

Höstterminen 2007

Magisteruppsats Finansiering



EKONOMIHÖGSKOLAN
Lunds universitet



gsstyrning och öretags värde

Handledare:

Göran Andersson

Författare:

Henric Jonsson 820208-5950

Patrik Lindahl 820112-4891

Björn Westman 830303-0038

Sammanfattning

Examensarbetets titel:	Svensk kod för bolagsstyrning och dess påverkan på företags värde
Seminariedatum:	2008-01-18
Ämne:	FEK P01, Examensarbete Magisternivå Finansiering, 15 ECTS
Författare:	Henric Jonsson, Björn Westman & Patrik Lindahl
Handledare:	Göran Andersson
Nyckelord:	Bolagsstyrning, Svensk Kod För Bolagsstyrning, Tobins Q, Multipel regressionsanalys, Företagsvärde
Syfte:	Syftet med denna uppsats är att undersöka om en implementering av svensk kod för bolagsstyrning påverkar företagets värde (approximativa Tobins Q).
Metod:	Arbetet använder sig av en kvantitativ metod för insamling av data till regressionsanalysen. Studien omfattar de svenska bolag som infört koden och lika många referensföretag som inte implementerat koden. De variabler som ingår i analysen, förutom företagets approximativa Tobins Q, är antal styrelseledamöter, antal utländska styrelseledamöter, bransch, nettoomsättning, antal anställda, företagets ålder, balansomslutning samt huruvida företaget implementerat svensk kod för bolagsstyrning eller ej.
Teoretiskt perspektiv:	Tidigare forskning på variabler som påverkar företags Tobins Q samt tidigare forskning kring olika länders bolagskoder och dess påverkan på företag.
Empiri:	Multipel regressionsanalys och hypotesprövning.
Slutsatser:	Vår slutsats är att implementeringen av den svenska bolagsstyrningskoden påverkar företags värde positivt.

Abstract

- Title:** The Swedish code of corporate governance and its effect on firm value
- Seminar date:** 2008-01-18
- Course:** Master thesis in Business Administration, 15 University Credit Points (15 ECTS). Major Finance.
- Authors:** Henric Jonsson, Björn Westman and Patrik Lindahl
- Advisor:** Göran Andersson
- Key word:** Corporate Governance, Swedish Code of Corporate Governance, Tobins Q, Multiple Regression Analysis, Firm value.
- Purpose:** The purpose of this thesis is to examine if the introduction of the Swedish Code of Corporate Governance affects firm value (approximate Tobins Q).
- Methodology:** We use a quantitative method to collect the required data to the regression analysis. The analysis covers Swedish firms which are using the code and an equal number of firms who does not. The variables in the analysis are, apart from the firms approximate Tobins Q, number of board members, number of foreign board members, branch, net turnover, number of employees, age of firm, total assets and whether the firm is using the code or not.
- Theoretical Perspectives:** Previous research on variables that affect firm value and previous research about Corporate Governance-codes in other countries, and their effects on firm value and corporate governance.
- Empirical Foundations:** Multiple regression analysis and test of hypothesis.
- Conclusions:** Our conclusions are that the introduction of the Swedish code of corporate governance has a positive impact on firm value.

Innehållsförteckning

1. INLEDNING	5
1.1 BAKGRUND	5
1.2 PROBLEMATISERING	6
1.3 PROBLEMFÖRMULERING	9
1.4 SYFTE	9
1.5 MÅLGRUPP	9
1.6 DISPOSITION	10
2. METOD	11
2.1 FORSKNINGSMETOD	11
2.1.1 <i>Kvantitativ eller kvalitativ ansats?</i>	11
2.1.2 <i>Förhållandet mellan Teori och Empiri</i>	12
2.1.3 <i>Kunskapsteoretisk inriktning</i>	13
2.2 EMPIRISK METOD	13
2.2.1 <i>Allmänt</i>	13
2.2.2 <i>Typ av data</i>	14
2.3 VAL AV MODELL	16
2.3.1 <i>Allmänt</i>	16
2.3.2 <i>Beroende variabel</i>	17
2.3.3 <i>Oberoende variabler</i>	18
2.4 KVALITETSKRITERIER	19
2.4.1 <i>Validitet</i>	19
2.4.2 <i>Reliabilitet</i>	21
2.4.3 <i>Replikerbarhet</i>	21
2.5 METODKRITIK	21
3. PRAKTISK REFERENSRAM	23
3.1 BOLAGSSTYRNINGSKODER OCH LAGAR	23
3.1.1 <i>Svensk Kod för bolagsstyrning</i>	23
3.1.2 <i>Sarbanes and Oxley Act (SOX)</i>	27
3.1.3 <i>Combined Code</i>	29
4. TEORETISK REFERENSRAM	30
4.1 TIDIGARE FORSKNING, JÄMFÖRBARA STUDIER	30
4.1.1 <i>Sneller & Langendijk</i>	30
4.1.2 <i>Morgenstern</i>	31
4.1.3 <i>Bauer et al</i>	31
4.1.4 <i>Switzer</i>	32
4.2 VAL AV VARIABLER OCH TIDIGARE FORSKNING	32
4.2.1 <i>Styrelsesammansättning och Diversifiering</i>	33
4.2.2 <i>Styrelsens storlek</i>	35
4.2.3 <i>Andra Bolagsstyrningsvariabler</i>	36
4.2.4 <i>Övriga Kontrollvariabler</i>	37
4.2.5 <i>Definition av variabler</i>	37
4.3 HYPOTESER	39
5. EMPIRI	40
5.1 DESKRIPTIV STATISTIK	40
5.2 MULTIPEL REGRESSIONSANALYS	45
5.2.1 <i>Samtliga variabler</i>	45
5.2.2 <i>Stegvis regression</i>	48
5.2.3 <i>Slutlig regressionsmodell</i>	51
5.3 TEST AV REGRESSION	52
5.3.1 <i>Multikolinjäritet</i>	53
5.3.2 <i>Heteroskedasticitet</i>	54

5.3.3 Autokorrelation	55
5.3.4 Normalitet.....	57
6. ANALYS.....	59
6.1 GENERELLT OM RESULTATEN.....	59
6.2 ANALYS AV REGRESSION OCH VARIABLER.....	60
6.3 ANALYS AV KODEN UR ETT INTERNATIONELLT PERSPEKTIV	62
7. SLUTSATSER OCH FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING.....	64
7.1 SLUTSATSER	64
7.2 FÖRSLAG TILL VIDARE FORSKNING	65
REFERENSLISTA	66
BILAGA 1 FÖRETAG INKLUDERADE I STUDIEN.....	69
BILAGA 2 KORRELATIONSMATRIS	71
BILAGA 3 STEGVIS REGRESSION I SPSS.....	72
BILAGA 4. DESKRIPTIV STATISTIK KVANTITATIVA VARIABLER I REGRESSION 1-3.....	75

Figurförteckning

Figur 1 Deskriptiv statistik Fördelning Tobins Q	0
Figur 2 Regression 1	0
Figur 3 Regression 2	0
Figur 4 Regression 3	0
Figur 5 Residualhistogram för Regression 3.....	57

Tabellförteckning

Tabell 1 Deskriptiv statistik över studiens kvantitativa variabler	40
Tabell 2 Deskriptiv statistik Styrelseledamöter	41
Tabell 3 Deskriptiv statistik Företagets ålder.....	41
Tabell 4 Deskriptiv statistik Antal anställda	42
Tabell 5 Deskriptiv statistik Nettoomsättning.....	42
Tabell 6 Deskriptiv statistik Marknadsvärde och Balansomslutning.....	42
Tabell 7 Deskriptiv statistik Approximativt Tobins Q.....	43
Tabell 8 Jarque-Bera-testet (Normalitet).....	57

1. Inledning

I uppsatsens första kapitel kommer bakgrunden till valet av ämne presenteras och varför detta ämne är intressant att forska djupare i. Därefter följer en problematisering som fokuserar på själva kärnan i problemet och avgränsar ämnet. Vidare ställer vi upp den frågeställning som uppsatsen skall svara på och redovisar syftet med uppsatsen. Slutligen kommer uppsatsens disposition att presenteras i syfte att underlätta för läsaren att ta till sig materialet.

1.1 Bakgrund

”Det vilar ett stort ansvar på näringslivets institutioner och företagen att genom olika former av självreglering och frivilliga åtaganden bygga upp förtroendet igen¹.”

Så skriver Förtroendekommissionen i sitt betänkande till regeringen i mars 2004.

I september 2002 tillkallades Förtroendekommissionen i syfte att utreda behovet av åtgärder för att säkerställa förtroendet för det svenska näringslivet.² Bakgrunden till detta var huvudsakligen börskraschen 2002 då inte bara stora värden gick förlorade utan även oegentligheter uppdagades. Orimligt höga ersättningar till styrelser och toppchefer i näringslivet, vänskapskorruption och insiderhandel rimmade illa med börsutvecklingen. Att missnöjet bland svenska folket var stort är självklart eftersom en mycket stor del av det svenska folket är aktieägare, direkt eller indirekt, och därför påverkas allt från deras eget sparande till pensioner av en börsnedgång³. Förtroendet sjönk dock mest för analytiker och fondförvaltare som in i det sista hade målat upp ljusa framtidsutsikter för börsen vilket fick ödesdigra konsekvenser för många sparare.

Samma förtroendekris hade tidigare drabbat såväl USA som europeiska länder. I USA lagstiftade man ”Sarbanes and Oxley Act” (SOX) efter skandaler i Enron och WorldCom. Syftet var att med lag och hårdare regelverk tvinga bolagen till bättre internkontroll och större transparens för att förhindra redovisningsfusk, ekonomisk brottslighet och överdrivna

¹ SOU 2004:47, s.18

² SOU 2004:47, s.11

³ SOU 2004:47, s.109

ersättningar⁴. Lagen syftade även till att aktieägare och övrig allmänhet skulle få korrekt information och inte bli förda bakom ljuset av självsvåldiga bolagsledning. I Storbritannien införde man ”Combined Code” efter en rad skandaler. Syftet med den brittiska koden var det samma som för SOX, men istället för att lagstifta valde man att införa rekommendationer för företags bolagsstyrning.

För att återvinna förtroendet för svenskt näringsliv var man tvungen göra bolagsstyrning till ett ämne på den allmänna agendan igen och skapa en debatt kring ämnet. Därför blev förslaget från Förtroendekommissionen att stärka självregleringen i den svenska bolagsstyrningen genom införandet av en svensk motsvarighet till SOX och Combined Code, Svensk Kod för Bolagsstyrning. Syftet med den svenska koden var, precis som för SOX och Combined Code, att återupprätta ett sviktande förtroende hos allmänhet och investerare. I likhet med Combined Code skulle Svensk Kod för Bolagsstyrning fungera som ett komplement till aktiebolagslagen och inte i sig stiftas som lag⁵. Genom att inrikta sig på självreglering istället för lagstiftning överlämnas ansvaret för näringslivets förtroende till näringslivet och införandet av koden ledde dessutom till en omfattande allmän debatt.

1.2 Problematisering

De frågor som dykt upp i den allmänna debatten har kretsat å ena sidan kring ekonomisk brottslighet, men också kring huruvida det är ekonomiskt försvarbart att lägga än mer administrativ börda på svenska bolag. Bolagsstyrningskoden reglerar till exempel hur svenska bolag ska arbeta med, och offentliggöra sin interna kontroll. Leder detta till att färre oegentligheter inträffar? Kommer ersättningar till styrelse och bolagsledning att landa på rimliga nivåer nu när dessa uppgifter till stor del måste offentliggöras i bolagsstyrningsrapporten, som enligt koden skall bifogas årsredovisningen? Leder ovannämnda till att bolagen blir effektivare och värderas högre efter implementeringen eller kostar det så mycket att implementera och följa rekommendationerna i koden att effekten blir den motsatta? Frågorna är många och diskussionen är i full gång eftersom det från och med 1:a juli 2008 kommer krävas av samtliga bolag på stockholmsbörsen att koden följs.

⁴ SOU 2004:47, s. 14

⁵ Svensk Kod För Bolagsstyrning (2004)

En av dem som varit mest kritisk till koden är finansmannen Mats Qviberg. I en krönika i januari 2007 kallar han irriterat koden för ”kod för värdeförstöring”⁶, vilket talar sitt tydliga språk. Framförallt är han kritisk till att införandet leder till mycket onödig byråkrati och att den bolagsstyrningsrapport som varje bolag måste ta fram inte fyller någon funktion utan snarare minskar transparensen i företaget eftersom årsredovisningarna blir än mer omfattande med de nya rapporterna. Han är även kritisk till att även små entreprenörsbolag skall tvingas följa samma regelverk som de stora bolagen när de istället borde fokusera på sin affär⁷.

Fastighetsföretaget Wihlborgs ekonomiansvarige Christer Johansson fyller i kritiken till viss del och menar att små företag förmodligen kan få svårt att hantera koden utan att ta in externa konsulter, men han säger även att det för deras egen del inte har inneburit några större merkostnader och att arbetet med koden lett till en bättre enhetlighet och bättre information på deras hemsida⁸.

Från kollegiets sida ser man bara positiva effekter av införandet av koden. I en debattartikel skriver Hans Dalborg och Per Lekwall från Kollegiet för svensk bolagsstyrning, som förvaltar koden, att införandet av koden inte har lett till några större omkostnader eller administrativa åthävor för företagen och att dessa farhågor rakt igenom varit starkt överdrivna⁹.

I Svensk Kod för bolagsstyrning kan man läsa att ett företag som inte följer koden kan få försämrat förtroende på kapitalmarknaden vilket skulle få negativa effekter på värdeutvecklingen i företaget i fråga¹⁰, bakvänt kan man alltså hävda att det borde ge en positiv utveckling på företagets värde om man följer kodens regler. Frågan är hur näringslivet ställer sig till ett sådant påstående, och om det finns belägg för det i praktiken.

Men det är inte bara rent ekonomiska aspekter som den svenska bolagskoden omfattar. Koden innebär även att en jämn könsfördelning i styrelsen skall eftersträvas. Kvinnans plats i företagen har varit i ropet mycket under de senaste åren. I Sverige finns idag ingen kvoteringslag som tvingar bolagen att anställa kvinnor i företagsledning och styrelser, men under 2005 tog dåvarande Justitieminister Thomas Bodström initiativ till en utredning om ett

⁶ Veckans Affärer (2007-01-18) *Kod för värdeförstöring*

⁷ Dagens Industri (2007-09-25) *Mats Qviberg kritisk till koden för bolagsstyrning*

⁸ Ibid

⁹ Dagens Nyheter (2007-09-23) *Alla börsbolag skall styras enligt samma regelverk*

¹⁰ Svensk Kod för Bolagsstyrning (2004).

sådant lagförslag¹¹. Utredningsförslaget förkastades dock av den nya regering som tillträdde efter valet 2006¹², eftersom lagstiftning i frågan inte ansågs vara ett rimligt alternativ. Dock har antalet kvinnor i företagsledning och styrelse ökat de senaste åren. Huruvida det varit hotet om lagstiftning som varit orsaken eller att fler kvinnor tagit plats i företagsledningar och därmed ökat antalet kvinnor i valberedningarnas rekryteringsunderlag är svårt att sja om, men när utredningen påbörjades 2005 fanns till exempel ingen kvinnlig ordförande i svenska styrelser medan det sommaren 2007 fanns åtta stycken¹³. Det finns dock de som hävdar att detta inte är positivt för företaget. En norsk studie av professor Øyvind Bøhren och R. Øystein Strøm visar att ökad mångfald har en negativ effekt på företagets lönsamhet. Små och enkönade styrelser uppvisade bäst resultat enligt denna, inte fullt politiskt korrekta, studie. Det finns dock flera andra brittiska och amerikanska undersökningar som pekar åt andra hållet¹⁴ och i en magisteruppsats från ekonomihögskolan i Lund¹⁵ testas huruvida företagets resultat och Tobins Q (ett mått på företagets värde) påverkas av kvinnor i styrelsen. Denna undersökning fann ingen signifikant skillnad på värdet då styrelsen har en hög kvinnorepresentation.

Det finns följaktligen olika åsikter kring värdet av denna kod. Är det ett byråkratiskt, tidsödande och kostsamt påhitt eller leder koden till en mer transparent aktiemarknad, effektivare företag och ett större förtroende från allmänheten, med värdeökning som följd? Dessa tankar för oss till kärnan av diskussionen. Förtroende från kapitalmarknaden är naturligtvis en förutsättning för ett väl fungerande näringsliv. Ju större förtroende för näringslivet desto enklare och billigare kapitalanskaffning till investeringar. Åtgärder för att förbättra det förtroendet torde vara välkommet, men om regler och lagar bakbinder företagen och försvårar deras verksamhet får sådana åtgärder givetvis motsatt effekt för effektiviteten och således marknadsvärdet. För att kunna göra en relevant bedömning av kodens effekter vill vi undersöka om införandet och användandet av koden påverkar företagens approximativa Tobins Q.

Någon undersökning av detta slag har vi inte funnit i Sverige tidigare och enbart av den anledningen finner vi det befogat att genomföra den. Dock finns det bland annat amerikanska

¹¹ DI.se (2005-11-21) *Ny lag om kvotering rycker närmare*

¹² DI.se (2007-04-30) *Kvoteringsboom i EU*

¹³ DI.se (2007-06-05) *Trendbrott för kvinnor som styrelseordförande*

¹⁴ DI.se (2005-10-13) *Mångfald sänker lönsamheten*

¹⁵ Durante, Faasth & Omeragic (2005) *Kvinnor i styrelser – en värdeskapande resurs för företag noterade på Stockholmsbörsen*

studier som gör liknande undersökningar av effekterna av SOX. Många amerikanska studier fokuserar även på kostnaderna för att följa SOX regleringar. Dessa har vi för avsikt att använda som jämförelsematerial. Även om SOX och Svensk kod för bolagsstyrning inte är fullständigt jämförbara kostnadsmässigt avser de ändå påverka samma bolagsstyrningsfunktioner varför det är relevant att jämföra dessa studier.

1.3 Problemformulering

Med bakgrund av ovanstående har vi valt att formulera frågeställningen:

Påverkar implementeringen av Svensk Kod för bolagsstyrning företags värde (Tobins Q)?

1.4 Syfte

Syftet med denna uppsats är att försöka ge svar på vilken effekt implementeringen av Svensk kod för bolagsstyrning får på företags värde (Tobins Q).

1.5 Målgrupp

Målgruppen för denna uppsats är primärt deltagare i seminariet för magisteruppsatser den 18:e januari 2008 men även andra personer med intresse av bolagsstyrning och relationen mellan bolagsstyrning och företagsvärde.

1.6 Disposition

1. Inledning: Det första kapitlet presenterar bakgrund och problemdiskussion och avslutas med frågeställning och syfte.

2. Metod: I metodkapitlet redogör författarna för det tillvägagångssätt som använts i uppsatsprocessen. Såväl metodologiska val som praktiskt tillvägagångssätt redogörs för. Kvalitetskriterier för uppsatsen diskuteras.

3. Praktisk referensram: I kapitlet redogörs för innehållet i Svensk kod för Bolagsstyrning och den amerikanska motsvarigheten Sarbanes-Oxley Act.

4. Teoretisk referensram: I den teoretiska referensramen presenteras resultaten av tidigare studier i uppsatsens beröringspunkter. Mot bakgrund av dessa studier redogör vi även för våra val av variabler som inkluderats i analysen.

5. Empiri: I empirin presenteras resultaten av den statistiska undersökningen.

6. Analys: Här analyserar vi den empiri som presenterades i föregående kapitel utifrån teori och andra analysverktyg.

7. Slutsatser och förslag till vidare forskning: Här presenteras slutsatser och besvarande av frågeställning samt förslag till vidare forskning.

2. Metod

Vi redovisar i detta kapitel våra metodval samt diskuterar vilka konsekvenser våra val ger upphov till i varje fas från datainsamling till analys av resultat. Kapitlet syftar till att ge läsaren en förståelse för de synsätt som ligger till grund för uppsatsen.

2.1 Forskningsmetod

Vi diskuterar här de val vi gör som står som grund för vår fortsatta undersökning. För-, respektive nackdelar med en kvantitativ metod behandlas, såväl som uppsatsens kunskapsteoretiska inriktning och hur vi ställer oss till empiri kontra teori.

2.1.1 Kvantitativ eller kvalitativ ansats?

Inledningsvis måste vi välja mellan en kvantitativ och kvalitativ ansats. En kvantitativ ansats är att föredra om frågeställningen är relativt klar, forskarna har goda förhandskunskaper av ämnet och en kategorisering kan ske innan insamlingen av data.¹⁶ Vi anser att dessa förutsättningar i mångt och mycket föreligger. Vi har exempelvis en klar uppfattning av vilka faktorer som påverkar värderingen av ett företag på en marknadsplats.

Givet ovanstående väljer vi en kvantitativ ansats. Detta ger oss förutsättningar att behandla problemet så som vi uppfattar det med hjälp av statistiska metoder. Metoden vi väljer ger oss möjligheter att undersöka hur ofta det fenomen vi söker förekommer, det vill säga, hur ofta ett företag värderas högre förutsatt att man har implementerat koden.

En kvantitativ ansats har vidare fördelar i att den ger oss möjligheter att prova en hypotes, samt att vi kan generalisera resultaten för andra företag.¹⁷ Detta gör slutsatsen kring kodens eventuella värdeskapande intressanta, då en implementering av koden i ett stort antal företag är nära förestående.

¹⁶ Jacobsen (2002) *Vad, hur och varför*

¹⁷ Ibid.

Det finns nackdelar med en kvantitativ metod som vi måste ta i beaktande under arbetets gång. Först och främst brukar kvantitativa metoder kritiseras för att ge ytlig information.¹⁸

Vi baserar vår statistiska undersökning på faktorer som kvantifierats, men problemet ligger i att det bakom siffrorna finns mer komplex information, och att vi utifrån vår referensram redan har gjort en tolkning av fenomenet, situationen eller variabeln. Detta kan ge en begränsad förståelse för *varför* implementering av koden påverkar företagsvärdet (om så visar sig vara fallet).

2.1.2 Förhållandet mellan Teori och Empiri

Forskningsarbete kan grovt indelas i två kategorier, nämligen forskning med en induktiv eller deduktiv ansats. Den avgörande skillnaden ligger i hur forskaren samlar information. Vid en induktiv ansats utgår man förutsättningslöst och låter den insamlade empirin generera teorin. Vid en deduktiv ansats däremot formuleras ett antagande utifrån befintlig teori. Därefter leder den empiriska undersökningen till att forskaren bekräftar eller förkastar antagandet.¹⁹ Forskningen bygger således hela tiden vidare på tidigare empiriska rön.

Vi väljer att arbeta utifrån en hypotes kring kodens inverkan på företagsvärdet (våra hypoteser återfinns i kapitel 4) och därför är undersökningen deduktiv till sin karaktär. Den huvudsakliga kritik som brukar framföras mot deduktiva undersökningar är att forskaren letar information som skall bekräfta dennes teori, och därmed inte bara gör forskningen till en ”självpuppfyllande profetia”²⁰, utan även missar annan information som kan vara relevant. Kvantitativa undersökningar har dock ofrånkomligt ett starkt deduktivt inslag, då forskaren kategoriserar informationen innan den samlas in.²¹ Detta gör att vi på ett tidigt stadium, utifrån befintlig teori, gör antaganden om vad som är intressant. Implikationen för vår uppsats blir att vi på förhand definierar vilka faktorer som skapar värde i ett företag, och inkluderar dessa i vår regressionsanalys.

¹⁸ Jacobsen (2002) *Vad, hur och varför*

¹⁹ Ibid.

²⁰ Jacobsen (2002) *Vad, hur och varför*, s. 42

²¹ Jacobsen (2002) *Vad, hur och varför*

2.1.3 Kunskapsteoretisk inriktning

Attityden till hur man ser på kunskap skiljer sig mellan olika forskare. Forskning inom det finansiella fältet har en stark positivistisk tradition²², vilket innebär att naturvetenskapliga metoder används för att undersöka det problem som föreligger. I kontrast till positivism står tolkningsperspektivet²³. Förespråkare hävdar att naturvetenskapliga lagar inte är tillräckligt för att förstå mänskligt agerande, och att det krävs en tolkning som går mer på djupet för att förstå varje enskild individs agerande.

Vi har tidigare konstaterat att vår uppsats i huvudsak ämnar belysa *om* det finns en påverkan på värdet hos företag som använder koden, och inte varför värdet ändras (vilka individuella reaktioner som ligger bakom). Därför kommer vi att anta ett i huvudsak positivistiskt synsätt vilket gör att vi kan bygga vidare på befintlig forskning och finansiell teori.

2.2 Empirisk metod

2.2.1 Allmänt

Det finns inom det område vi ämnar beröra med denna studie inga tidigare undersökningar som belyser samma problem. Dock finns det en hel del undersökningar som behandlar den nya bolagskoden och dess eventuella påverkan på det svenska näringslivet. Dessa är bra för att få en bild av vad den nya bolagsstyrningen innebär men de visar inte vad för bevisade effekter införandet av koden fått.

Att inga tidigare studier gjorts på den svenska marknaden för att påvisa eventuella effekter på företagen beror naturligtvis på att det är kort tid sedan koden infördes och att det därmed inte heller tidigare funnits några siffror att titta på. Tidigare studier inom ämnet nämner däremot som eventuell vidare forskning just det vi ämnar undersöka, den nya kodens påverkan på företag. Enskilda bolagsstyrningsvariablers eventuella påverkan på detta finns det flera tidigare studier som behandlar.

²² Ryan, Scapens & Theobald (2002) *Research method and methodology in finance and accounting*

²³ Jacobsen (2002) *Vad, hur och varför*

Det som främst undersökts i de studier vi studerat är olika bolagsstyrningsfaktorers påverkan på företagets värde.²⁴ I exempelvis Oxelheim och Randøys utredning angående utländska styrelseledamöters²⁵ påverkan på företagets värde har företagets värde definierats som Tobins Q. Tobins Q är ett mått på ett företags värde definierat som marknadsvärdet i relation till det bokförda värdet (se definition av Tobins Q senare) och det faktum att Tobins Q, eller en approximation av Tobins Q, är det som använts i de flesta studier vi granskat tillvägagångssättet i gör att vi väljer att även i vår studie se huruvida vår variabel påverkar de aktuella företagens Tobins Q värde.

2.2.2 Typ av data

I studier som denna har man möjlighet att använda sig av primärdata och sekundärdata. Primärdata är sådan information som författarna själva tagit fram som underlag till att svara på sin frågeställning. Sekundärdata däremot är sådan information som samlats in av andra personer eller institutioner som författarna sedan samlar in och använder sig av för att skapa en grund för att uppfylla syftet med uppsatsen.²⁶

I denna studie används uteslutande sekundärdata då undersökningen som vi gör är av kvantitativ art där vi samlar in en stor mängd befintlig data (siffror, värden, nyckeltal) för ett antal företag, som vi sedan använder oss av för att utföra statistiska tester.

Ytterligare en definition av vilken typ av data som studien är uppbyggd kring kan göras. De två typerna av data är tvärsnittsdata och tidsseriedata. Denna studie består av tvärsnittsdata då det är just en tvärsnittsstudie som genomförs. Studien omfattar en stor mängd observationer (företag) där ett antal variabler undersöks vid ett visst tillfälle, i denna studie vid bokslutet år 2005 respektive 2006. Ovanstående är typiskt för en tvärsnittsstudie eller en Surveystudie som det också kallas.²⁷ En studie av denna typ lämpar sig både då man genomför en kvalitativ studie där huvudmaterialet består av intervjuer, men också som i detta fall då materialet uteslutande består av sådan information som ofta redan finns tillgänglig via exempelvis databaser och rapporter.²⁸

²⁴ Carter et al (2003) *Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value*, Oxelheim & Randøy (2002) *The Impact of foreign board membership on firm value*

²⁵ Oxelheim & Randøy (2002) *The Impact of foreign board membership on firm value*

²⁶ Jacobsen (2002), *Var, hur och varför*

²⁷ Andersen (1998), *Den uppenbara verkligheten*

²⁸ Denscombe (2000), *Forskningshandboken*

Förhoppningen då man genomför en tvärsnittsstudie är att kunna komma fram till och påvisa hur sambandet mellan olika parametrar ser ut samt hur pass utbrett ett samband eller en företeelse är.²⁹ Det faktum att det i denna studie förekommer parvisa observationer för att utöka antalet observationer innebär att man kan se det insamlade materialet även som tidsseriedata. Detta beror på att de observationer som representerar samma företag vid olika tidpunkter naturligtvis kommer vara beroende av varandra. Men i denna studie ses respektive observation som en fristående observation och inga parvisa analyser genomförs.

Det som ligger till grund för denna studie är insamlade data om ett antal företag. Urvalet av företag har först och främst skett utifrån en lista som publicerats av kollegiet för svensk bolagsstyrning över de företag på stockholmsbörsen som i november 2006 följde bolagskoden (99 företag)³⁰. För att sedan få ett urval som motsvarar det vi vill undersöka sätter vi även som krav att företagen, i enlighet med vad kollegiet för svensk bolagsstyrning skriver, ska ha Sverige som juridisk hemvist³¹. Vi sorterar även bort företag från finansbranschen eftersom deras kapitalstruktur inte är jämförbara med övriga börsbolag. Detta ger oss till slut 65 företag³² som implementerat bolagskoden, samt även uppfyller våra ovan ställda krav.

För att undersöka eventuella effekter på företagets värde väljer vi även ut 64 referensföretag som inte implementerat den nya bolagskoden. Då alla företag med ett marknadsvärde på över 3 miljarder är tvingade att implementera bolagskoden väljer vi här ut de företag som har högst marknadsvärde av dem som inte implementerat bolagskoden. Detta skulle kunna innebära ett problem för studien då gruppen av referensföretag egentligen bör avspegla gruppen de ska jämföras med. Därmed bör referensföretagen framförallt vara lika stora som den andra gruppens företag. Detta är i denna undersökning tyvärr en omöjlighet då tillämpningen av koden i företag är beroende av hur stort företaget är. Problemet som just beskrivits kommer även att diskuteras i kommande empiriavsnitt.

Den referensgrupp som vi väljer är den grupp av företag som är mest likvärdig då det är de största av de företag som inte tillämpar koden men som ändå befinner sig på den marknaden som vi vill undersöka. För att förhoppningsvis kunna lokalisera de skillnader i företagsvärde som beror på storleken inkluderar vi en storleksvariabel i undersökningen. Även företagen i

²⁹ Andersen (1998), *Den uppenbara verkligheten*

³⁰ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Kodbarometern (2005-2006)

³¹ Svensk Kod för Bolagsstyrning (2004)

³² Bilaga 1.1

referensgruppen måste uppfylla kraven om notering och juridisk hemvist som angivits i tidigare stycke. Efter att filtrering utifrån kraven får vi till slut fram 66 referensföretag³³.

Då vårt urval är gjort samlar vi in den finansiella information som krävs för att räkna ut Tobins Q samt för att få fram värdena på de variabler vi väljer att använda oss av i vår modell. Detta gör vi genom att använda oss av företagens hemsidor, årsredovisningar samt dataprogrammet Datastream.

2.3 Val av modell

2.3.1 Allmänt

Senare i studien presenteras nollhypoteser samt mothypoteser rörande de faktorer vi utreder. Nollhypoteserna ämnar vi att med hjälp av den empiriska studien acceptera eller förkasta. För att detta ska vara möjligt krävs ett verktyg som ger den information som krävs.

För att kunna lösa ovanstående, ge svar på studiens problemformulering och för att kunna svara upp till syftet kommer vi ta hjälp av en multipel regressionsanalys. Där inkluderar vi ett antal variabler, inklusive den vi ämnar undersöka. Mer specifikt använder vi oss av en OLS-estimator (Ordinary Least Square) som är den vanligast förekommande, samt bäst uppskattande, metoden för att utföra multipla regressionsanalyser och för att producera en lämplig regressionsmodell.³⁴ Resultatet av en multipel regressionsanalys är en modell/ekvation som ser ut som följande:

$$y_i = \beta_1 + \beta_2 x_{2i} + \beta_3 x_{3i} + \dots + \beta_K x_{Ki} + \epsilon_i$$

I modellen motsvarar y_i den beroende variabeln, β_1 ett intercept, $\beta_2 - \beta_K$ riktningskoefficienten för respektive variabel, $x_{2i} - x_{Ki}$ respektive variablers värde samt ϵ_i slumpvariabeln.³⁵

Målet med denna analys är att få fram en regressionsmodell eller ekvation där en så stor del av skillnaderna i företagets värde som möjligt kan förklaras. Förhoppningen är även att en av

³³ Bilaga 1.2

³⁴ Verbeek, *A Guide to Modern Econometrics*, Westerlund, *Introduktion till ekonometri*

³⁵ Ibid

variablerna i den slutliga modellen är huruvida företag implementerat den svenska bolagskoden eller inte.

Grundstenen inom multipel regressionsanalys är att de ingående variablerna är kvantitativa³⁶. I vår modell kommer merparten av variablerna vara kvantitativa men dock är vår huvudvariabel, huruvida företaget implementerat koden, inte kvantitativ. Detta är dock enligt Djurfeldt et al (2003) inga problem då fördelen med multipel regressionsanalys är att även bivariata variabler kan användas som oberoende variabler, man måste bara koda om dem, i detta fall göra om den till en så kallad Dummy variabel (mer om denna variabel nedan).

För att komplettera den ovan nämnda variabeln, vars påverkan på företagets värde vi ämnar undersöka, adderar vi till modellen ett antal kontrollvariabler. Detta för att med hjälp av vår modell härleda en så stor del av variationen i den beroende variabeln som möjligt till innehållet i vår modell. Dessa kontrollvariabler består av ett antal bolagsstyrningsvariabler samt generella kontrollvariabler. Vilka variabler vi väljer, samt motivering för valen återfinns i Kapitel 4.

2.3.2 Beroende variabel

Vi väljer i denna uppsats att använda företagets värde som beroende variabel. Ett mått på detta är Tobins Q. Tobins Q mäter ett företags marknadsvärde i relation till återanskaffningsvärdet av företagets tillgångar. Måttet kan användas för att värdera konsekvenserna av ett företags agerande, och fångar marknadens reaktion på företagets beslut³⁷.

I vår undersökning används ett approximativt Tobins Q³⁸ som mått på företagets värde. Hädanefter då vi talar om företagets värde avser vi approximativt Tobins Q. Skillnaden mellan det Approximativa Tobins Q mot det teoretisk korrekta måttet är att approximativa Tobins Q uppskattar återanskaffningsvärdet för ett företags tillgångar till det bokförda värdet. Måttet fångar dock en mycket stor del av det ursprungliga Tobins Q³⁹, och har fördelen att det

³⁶ Djurfeldt et al (2003) *Statistisk Verktyslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*

³⁷ Chung & Wright (1998) *Corporate Policy and Market Value – A q-theory Approach*

³⁸ Chung & Pruitt (1994) *A simple approximation of Tobins Q*

³⁹ Ibid

lätt låter sig beräknas utifrån information från ett företags årsredovisning. Måttet har använts flitigt för att utvärdera företags bolagsstyrning i tidigare kvantitativ forskning⁴⁰.

Approximativt Tobins Q beräknas för varje företag inkluderat i undersökningen såsom:

Approximativt Tobins Q = (MVE+PS+DEBT)/TA, där

MVE: Marknadsvärde (Aktiekurs * Antal utestående aktier)

PS: Likvideringsvärde på företagets preferensaktier

DEBT: Kortfristiga skulder – Omsättningstillgångar + Långfristiga skulder

TA: Balansomslutning

2.3.3 Oberoende variabler

Implementering av den svenska koden för bolagsstyrning

Denna oberoende variabel är den mest väsentliga i vår modell då vi med hjälp av vår multipla regressionsanalys undersöker huruvida införandet av koden påverkar företagets värde. Då denna variabel inte är kvantitativ utan har alternativen ja och nej görs den om till en så kallad Dummyvariabel där värdet 1 motsvarar att företaget tillämpar koden samt där 0 motsvarar att man inte gör det. Valet av denna är självklart och som vi nämnt tidigare så har företagets värde på denna variabel tagits fram genom en tidigare publicerad lista över företag som tillämpar koden samt tidigare i uppsatsen uppsatta kriterier.

Bolagsstyrningsvariabler samt övriga generella kontrollvariabler

Vid vårt val av dessa variabler försöker vi få med sådana variabler som i olika undersökningar visat sig påverka ett företags värde (Tobins Q). Både relevans och hög förklaringsgrad är avgörande för vilka och hur många variabler man ska välja. Övriga variabler i studiens multipla regressionsanalys består av olika bolagsstyrningsvariabler samt andra kontrollvariabler. Valet av dessa grundar sig på tidigare studier och redogörs för samt motiveras först efter att tidigare undersökningar presenterats i kapitel 4.

⁴⁰ Se exempelvis Oxelheim & Randoy (2002), Yermack (1996)

2.4 Kvalitetskriterier

Forskarnas förståelse för vilka kvalitetskriterier som föreligger vid en utredning inverkar på uppsatsens trovärdighet. Dessutom hjälper insikten som sådan kring kvalitetskriterierna forskarna att själva förstå vilken påverkan metodologiska val och forskarnas egna referensramar har på resultaten av forskningen. Således skall begrepp som validitet, reliabilitet och replikerbarhet behandlas.

2.4.1 Validitet

Intern validitet

Validitetsbegreppet kan indelas i intern- och extern validitet. Den interna validiteten bestäms av hur mycket kontroll som uppnås i en undersökning.⁴¹ Utvecklar man resonemanget kan man säga att för att uppnå en hög intern validitet krävas att förändringar i den beroende variabeln förklaras i hög utsträckning av förändringar i de oberoende variabler som använts. Detta har träffsäkert uttryckts som frågan kring huruvida forskarna ”mäter det som de säger sig mäta”⁴².

Detta innebär för oss att valet av oberoende variabler är av stor betydelse för att uppnå hög intern validitet. Vi måste säkerställa att de variabler vi väljer är de som främst påverkar den beroende variabeln för att kunna göra analysen kring vår problemformulering. Valet av variabler är således den faktor som i förlängningen påverkar hur giltiga våra slutsatser är. Resonemanget kan även vändas på vilket innebär att andra i undersökningen icke inkluderade variablers påverkan på den beroende variabeln har betydelse för den interna validiteten.⁴³ Påverkan från variabler som inte inkluderas i undersökningen bör elimineras så långt detta är möjligt. I vår utredning är det inte möjligt att ta hänsyn till *samtliga* variabler som påverkar värderingen av ett företag, och vår fokus måste därför ligga på att välja de mest relevanta variablerna samt att föra en diskussion och visa medvetenhet om möjliga effekter av de variabler vi valt bort.

⁴¹ Ryan, Scapens & Theobald (2002) *Research method and methodology for finance and accounting*

⁴² Jacobsen (2000) *Vad, hur och varför*, s. 417

⁴³ Bryman & Bell (2003) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

Extern validitet

Extern validitet i sin tur behandlar frågan hur väl resultaten från en studie kan generaliseras till andra forskningsobjekt.⁴⁴ I takt med att möjligheterna att generalisera resultatet från en undersökning till andra populationer, kontext eller tidsperioder ökar, desto större blir värdet av undersökningen som verktyg för att förutse hur fenomenet kan gestalta sig i andra sammanhang. Det finns tre aspekter att ta hänsyn till då den externa validiteten utvärderas, tidsaspekten, urvalsaspekten och kontexten i vilken undersökning har genomförts.⁴⁵ Tidsaspekten tar upp hur applicerbart resultaten av en undersökning är i andra tidsperioder.

Våra resultat måste betraktas utifrån de rekommendationer som finns i koden då vår undersökning genomförs. Ändras dessa rekommendationer kan det påverka effekterna på värdet i företag som tillämpar koden, vilket vi måste vara medvetna om.

Urvalsaspekten behandlar den population på vilken undersökningen genomförts, samt frågor kring hur långt slutsatser kan dras kring andra populationer med utgångspunkt i den gjorda undersökningen. Vår undersökning grundar sig på information från de bolag som idag implementerat koden samt en referensgrupp som idag inte tillämpar densamma. Idag är det främst de största bolagen sett till nettoomsättning som tillämpar koden, vilket kan påverka hur väl resultaten kan tillämpas på mindre bolag. Samtidigt är just en sådan generalisering av stort intresse då alla noterade bolag skall tillämpa koden från juli 2008. Detta hanteras genom användning av företagets storlek som en av våra oberoende variabler.

Slutligen kan kontexten i vilken undersökningen genomförs påverka den externa validiteten. För att förstå problematiken kan man tänka sig att regler som är snarlika den svenska koden implementeras på en annan marknad eller i ett annat land. Är kontexten i vilken företagen verkar på den marknaden sådana att våra resultat kan appliceras, eller finns det andra faktorer där som påverkar vilka effekter koden får? Att kontrollera denna typ av effekter är mycket svårt med tanke på den mängd andra faktorer som kan tänkas påverka hur företaget värderas beroende på hur olika marknader fungerar och hur redovisningen skiljer sig mellan olika länder.

⁴⁴ Ryan, Scapens & Theobald (2002) *Research method and methodology in finance and accounting*

⁴⁵ Ibid.

2.4.2 Reliabilitet

Om en undersökning kan genomföras på nytt och då ge samma resultat som tidigare har undersökningen hög reliabilitet.⁴⁶ Vid en kvantitativ ansats ställer detta höga krav på noggrannhet vid bearbetningen av data och vid kvantifieringen av de variabler som används. För att ytterligare minska risken för bearbetningsfel har vi kontinuerligt gjort stickprov på vårt datamaterial. Vi strävar också efter att tydligt redovisa vårt tillvägagångssätt och på så sätt ge läsaren en möjlighet att härleda samtliga steg i bearbetning av siffermaterial och analys. Dessa grepp syftar till att säkerställa samma resultat om undersökningen skulle genomföras igen

2.4.3 Replikerbarhet

Till skillnad mot reliabilitet behandlar replikerbarheten frågan kring vilka resultat undersökningen skulle leda till om den gjordes om av en annan forskare. Återigen är alltså redovisningen av tillvägagångssättet en nyckelfaktor för oss att uppnå hög kvalitet. Utöver noggrannhet och redovisning av tillvägagångssätt ställer dock replikerbarhet höga krav på forskarnas objektivitet. I idealfallet skall den så kallade forskareffekten helt elimineras⁴⁷. Med detta menas att forskarens egna referenser och erfarenheter inte skall spela in i tolkningen av fenomenet, istället skall den teoretiska och praktiska referensramen fungera som tolkningsverktyg.

2.5 Metodkritik

Denna studie är rakt igenom en kvantitativ undersökning. För att gräva djupare i vad som påverkar det vi ämnar undersöka, skulle ett kvalitativt inslag i studien kunna vara motiverat. I denna studie undersöks dock enbart en eventuell påverkan varför inget sådant ingår. Den mängd data som denna studie kräver lämnar heller ingen tid till att genomföra exempelvis intervjuer.

Ett uppenbart problem för studien är valet av de företag som ingår i den referensgrupp som används. Denna grupp motsvarar inte helt den grupp som den ska vara en jämförelse med. Detta är dock en omöjlighet i vårt fall då ingen mer likvärdig grupp av företag finns.

⁴⁶ Bryman & Bell (2003) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*

⁴⁷ Jacobsen (2002) *Vad, hur och varför*

Något annat som kan kritisera i undersökningens upplägg är det faktum att vi genomför en tvärsnittsstudie men ändå inkluderar observationspar i form av värden för större delen av företagen för två olika tidpunkter. Detta gör observationerna beroende av varandra vilket kan störa en undersökning av detta slag. Vi anser dock detta som nödvändigt för att få ett större urval och fler observationer.

3. Praktisk referensram

I detta kapitel kommer vi att ge en närmare redovisning av den svenska koden för bolagsstyrning. Dessutom redovisar vi för de generella dragen i Sarbanes-Oxley Act. Genomgången belyser principiella likheter och skillnader mellan den svenska koden och amerikansk lagstiftning.

3.1 Bolagsstyrningskoder och lagar

3.1.1 Svensk Kod för bolagsstyrning

Framtagandet och införandet av den svenska koden för bolagsstyrning är inte ett resultat av att det tidigare saknades regleringar. Många av de regler som finns i utländska motsvarigheter till koden finns redan reglerade i Aktiebolagslagen (ABL). I självregleringar som till exempel Aktiespararnas ägarpolicy eller Styrelseakademiens ”Vägledning till god styrelsesed” finns kompletterande hänvisningar till god praxis för styrelsearbetet i svenska aktiebolag. Anledningen till införandet av koden är således inte att bryta ny mark på området utan snarare att samla befintliga regler och kutymer under en enhetlig kod och höja ambitionsnivån på gällande praxis.⁴⁸

Syfte och principiella utgångspunkter

Kodens övergripande syfte är att bidra till förbättrad styrning av svenska bolag. Detta för att näringslivets effektivitet och konkurrenskraft ska förbättras samt för att främja förtroendet på den svenska kapitalmarknaden, i det svenska samhället i stort, samt för näringslivets sätt att fungera. Koden utgår därför från ett antal grundläggande principer. Utgångspunkterna 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, skapa en tydlig roll- och ansvarsfördelning mellan de olika lednings- och kontrollorganen, värna om att

⁴⁸ Svensk Kod för bolagsstyrning, ISBN 91-38-22291-4, s.7

aktiebolagslagens likabehandlingsprincip tillämpas i praktisk handling samt att skapa största möjliga transparens gentemot ägare, kapitalmarknad och samhället i övrigt.⁴⁹

Målgrupp

Målgruppen för koden är huvudsakligen svenska börsnoterade företag eftersom ägarstrukturen i börsnoterade företag i regel är spridd och därför ställer mycket högre krav på bolagsstyrningen än i ett företag med färre ägare. Men koden är dock framtagen för att kunna appliceras även på bolag ur andra kategorier, inte minst som förberedelse för företag som står i begrepp att noteras på börsen.⁵⁰

Följ eller förklara

Generella regelverk och annan praxis passar naturligtvis inte alla företag som är tänkta att följa dem. Därför gäller för den svenska koden, liksom för många av de internationella motsvarigheterna, principen följ eller förklara. Principen innebär att ett företag som följer koden kan göra avsteg från delar i denna om det inte passar deras verksamhet såvida de motiverar varför de gör avsteget. Genom att man lämnar detta kryphål kan man sätta en högre ambitionsnivå för koden. Jämfört med en tvingande lagstiftning, där man måste hitta en minsta gemensamma nämnare för att lagen skall kunna efterföljas av alla, kan man i fallet med koden ge utrymme för vissa företag att ålägga sig själva än högre krav medan man samtidigt tillåter företag att inte följa delar av koden om man kan ge en rimlig motivering till detta.⁵¹

Regler för bolagsstyrning

Koden reglerar fem punkter i bolagsstyrningen; bolagsstämman, tillsättning av styrelse och revisor, styrelsen, bolagsledningen samt informationen kring bolagsstyrningen.

⁴⁹ Svensk Kod för bolagsstyrning, ISBN 91-38-22291-4, s.8

⁵⁰ Svensk Kod för bolagsstyrning, ISBN 91-38-22291-4, s.9

⁵¹ Svensk Kod för bolagsstyrning, ISBN 91-38-22291-4, s. 10

Bolagsstämman

Vad gäller bolagsstämman reglerar koden alltifrån hur kallelsen skall offentliggöras till själva genomförandet av stämman. Exempelvis skall en beslutför styrelse vara samlad och minst en av bolagets revisorer.⁵²

Tillsättning av styrelse och revisor

Reglerna för tillsättning av styrelse och revisor omfattar valberedningen, dess sammansättning och uppgifter. Bland annat skall företaget offentliggöra eventuella ersättningar i valberedningen och ange om ledamöter representerar en viss ägare. Denna information skall finnas på bolagets hemsida och där skall även anges hur aktieägare kan lämna förslag till valberedningen. Vid tillsättning av styrelse skall valberedningen lämna förslag till styrelse och styrelsearvode. Till detta skall man presentera ett underlag som redogör för nuvarande styrelses uppfyllande av krav och fastställa kravprofil för de nya ledamöter som behöver rekryteras. Oavsett om det rör sig om nyval eller omval skall valberedningen på bolagets hemsida presentera de föreslagna ledamöterna och ange om de exempelvis är att betrakta som oberoende, vilka uppdrag personen har haft och andra uppgifter som kan vara av betydelse för aktieägarna för att bedöma ledamotens kompetens. Samma tillvägagångssätt gäller för tillsättning av revisorer.⁵³

Styrelse

De punkter som regleras i bolagsstyrningskoden avseende styrelsen är; styrelsens uppgifter, storlek och sammansättning, styrelseledamöter, styrelseordförande, arbetsformer, finansiell rapportering, intern kontroll och internrevision samt arbete med redovisnings- och revisionsfrågor. Till exempel skall styrelsen ägna särskild uppmärksamhet åt att se till att extern information präglas av öppenhet och saklighet samt att denna information är relevant för de målgrupper den riktar sig till. Vidare skall bolag som följer koden sträva efter en jämn könsfördelning i styrelsen, majoriteten av de bolagsstämmovalda ledamöterna skall vara oberoende i förhållande till bolaget och dess ledning och minst två av de oberoende ledamöterna skall även vara oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare.⁵⁴ Vad gäller den finansiella rapporteringen skall styrelsen och verkställande direktören lämna försäkran om att de uppgifter som lämnas till årsredovisning stämmer väl överens med de

⁵² Svensk Kod för bolagsstyrning, ISBN 91-38-22291-4, s. 18-19

⁵³ Svensk Kod för bolagsstyrning, ISBN 91-38-22291-4, s. 20-23

⁵⁴ Svensk Kod för bolagsstyrning, ISBN 91-38-22291-4, s. 23-26

faktiska förhållandena i företaget. Styrelsen skall även se till att bolaget har god intern kontroll och löpande kontrollerar att bolagets system för detta fungerar.⁵⁵

Bolagsledning

Koden reglerar verkställande direktörens (VD) uppgifter samt ersättning till bolagsledningen. De regler som avser VD:s uppgifter syftar på enbart dennes samspel med bolagsstyrelsen. VD skall förse styrelsen med det informationsunderlag som krävs för att styrelsen skall kunna fatta väl underbyggda beslut och hålla styrelsen ajour med bolagets verksamhet mellan sammanträden. Reglerna avseende ersättningar till bolagsledningen fastslår vilka som får sitta med i styrelsens ersättningsutskott samt vilka ersättningsdetaljer som skall offentliggöras till aktieägarna i samband med bolagsstämman.⁵⁶

Information om bolagsstyrning

De bolag som följer Svensk Kod för bolagsstyrning skall i sin årsredovisning bifoga en särskild rapport om bolagsstyrningen. I denna rapport skall arbetet med koden redovisas samt skall man ange och motivera eventuella avsteg från koden. Vidare skall av revisor granskad styrelserapport om den interna kontrollen bifogas till årsredovisningen. Utöver detta skall bolaget ha en särskild avdelning på sin hemsida för bolagsstyrningsfrågor med aktuell information som rör koden.⁵⁷

För att läsa den fullständiga koden, och annan information från Kollegiet för svensk bolagsstyrning, hänvisar vi till kollegiets hemsida: www.bolagsstyrning.se.

⁵⁵ Svensk Kod för bolagsstyrning, ISBN 91-38-22291-4, s. 29

⁵⁶ Svensk Kod för bolagsstyrning, ISBN 91-38-22291-4, s. 32-33

⁵⁷ Svensk Kod för bolagsstyrning, ISBN 91-38-22291-4, s. 33-35

3.1.2 Sarbanes and Oxley Act (SOX)

När Enron, ett utåt sett väl fungerande företag, utan förvarning lämnade in sin konkursansökan i december 2001 fick hela den amerikanska finansbranschen en chock. Genom manipulering av aktiepriset och mörklagd bokföring hade ledningen för Enron på ett bedrägligt sätt berikat sig själva och lämnat alla övriga intressenter ovetande om bolagets kritiska situation. Många amerikaner blev av med sina besparingar och totalt förlorade investerarna cirka 60 miljarder dollar⁵⁸. Efter att denna skandal hade avslöjats dök ett flertal liknande fall upp och allmänhetens förtroende för det amerikanska näringslivet fick sig en rejäl törn. Från december 2001 till april 2002 undersökte de amerikanska finansmyndigheterna omständigheterna kring skandalen i Enron och de efterverkningar som följde skandalen. Denna undersökning ledde till att Sarbanes and Oxley Act (SOX) i juli 2002 blev lagstiftad av President George W Bush. Lagen innebär höjda krav på redovisningsbolag, finansanalytiker och företagsledningar och delas in i elva sektioner. Kortfattat kan man sammanfatta lagen i fem punkter⁵⁹.

Punkt 1 – Skapande av PCAOB

Den första sektionen i lagen omfattar skapandet av Public Corporation Accounting Oversight Board (PCAOB). Detta organ har till uppgift att registrera redovisningsbolag, sätta standarder för hur granskningen av bolag ska ske och hur dessa rapporter ska se ut, samt övervaka redovisningsbolagen⁶⁰. Denna sektion syftar till att ge redovisningskonsulter mindre frihet att vara kreativa och även göra dem mer ansvariga för eventuella fel i publicerade rapporter.

Punkt 2 – Restriktioner för redovisning

Sektion 2 innebär ytterligare restriktioner för redovisningsbolagen. Sektionen fastslår att redovisningsbolagen inte ska genomföra några ickegranskande tjänster samtidigt som man granskar ett företags bokföring. Dessutom ska de partners som granskar respektive övervakar bolaget rotera vart femte år⁶¹. Genom denna lagstiftning vill man undvika att redovisningsbolag blir medhjälpare till ekonomiska brott. Även om oegentligheter skulle bedrivas så kan det förhoppningsvis inte fortgå längre än fem år.

⁵⁸ Gunnar Wall (2005) *Tidernas Största Bedrägerier*, s.65

⁵⁹ Chhaochharia and Grinstein (2007) *The Impact of the 2002 Governance Rules* s. 1793

⁶⁰ Ibid

⁶¹ Ibid

Punkt 3 – Bolagets ansvar

Den tredje sektionen tar upp tre punkter för att uppmuntra till ansvarstagande bolag. De som granskar bolaget ska vara oberoende, verkställande chefer skall intyga att de finansiella rapporterna överensstämmer med verkligheten, samt ska bonusprogram offentliggöras i noterna till de finansiella rapporterna⁶². En oberoende granskning förebygger eventuella oegentligheter och ger en kvalitetsstämpel, genom att de verkställande cheferna skriver under de finansiella rapporterna tar de personligt ansvar inför lagen för de siffror de publicerar och genom att redovisa bonusprogrammen motverkar man överdrivna ersättningar.

Punkt 4 – Ökad finansiell transparens och interna kontroller

Denna sektionens huvudsakliga punkter kräver att; företagen redovisar för sina förhållanden till andra bolag utanför koncernen, personliga lån till verkställande chefer förbjuds, ledningen skall redogöra för företagets interna kontroller, en etisk kod skall finnas för chefer på bolagens finansavdelningar och det ska redovisas om granskningskommittén har en finansiell expert⁶³. Dessa punkter är till för att förhindra att historien kring Enron upprepas. Enron hade bland annat ett flertal fiktiva företag som samarbetspartners och dessa bolag använde man för att dölja förluster⁶⁴.

Punkt 5 – Strängare straff för företagsbedrägerier

Tre av de elva sektionerna i SOX fastslår hårdare straff för dem som begår ekonomiska brott⁶⁵. Det mest klassiska av alla sätt att undvika att människor begår brott är att skärpa straffen.

För att läsa den fullständiga lagen, och annan information kring Securities and Exchange Committee (SEC) och PCAOB, hänvisar vi till SEC:s hemsida: www.sec.gov eller PCAOB:s hemsida: www.pcaobus.org

⁶² Chhaochharia and Grinstein (2007) *The Impact of the 2002 Governance Rules* s. 1793

⁶³ Ibid

⁶⁴ Gunnar Wall (2005) *Tidernas Största Bedrägerier*, s. 67

⁶⁵ Chhaochharia and Grinstein (2007) *The Impact of the 2002 Governance Rules* s. 1793

3.1.3 Combined Code

Liksom i fallet med Enron i USA har även Storbritannien sett sin beskärda del av oegentligheter i bolagsstyrning som förstört förtroendekapitalet hos allmänheten. För att återbygga förtroendet hos allmänheten ställde man samman Combined Code som fastställer normer för god bolagsstyrning. Combined Code är liksom den svenska koden inte lagstiftad utan är en självreglering för de noterade bolagen. Koden sjösattes i juli 2003 och började gälla för alla noterade företag med redovisningsperiod från 1:a november samma år. Koden gäller huvudsakligen för de 350 största på Londonbörsen sett till marknadsvärdet (FTSE 350)⁶⁶.

För att läsa den fullständiga koden, och annan information kring Financial Reporting Council (FRC) och Financial Services Authority (FSA), hänvisar vi till FSA:s hemsida: www.fsa.gov.uk

⁶⁶ <http://www.accountingweb.co.uk/cgi-bin/item.cgi?id=119232> (2007-12-20)

4. Teoretisk referensram

I kapitlet redogör vi för tidigare forskning. Dels forskning som fokuserar på förhållandet mellan olika bolagsstyrningsvariabler och värderingen av företag, men också på forskning kring andra länders och regioners koder och regelverk för bolagsstyrning. Med detta som bakgrund motiverar vi valet av variabler som inkluderats i regressionsanalysen.

4.1 Tidigare forskning, jämförbara studier

Som jämförelsematerial till vår studie har vi valt att titta på tidigare relevant forskning om hur bolagsstyrningskoder påverkar ett företags kostnader, prestation och värde. I USA och Europa har det genomförts ett flertal studier för att utvärdera de nationella lagarna och regelverken.

4.1.1 Sneller & Langendijk

Sneller & Langendijk (2007)⁶⁷ gör en observationsstudie på ett företags implementering av SOX. De kostnader man undersöker är huvudsakligen de som kan härledas till lagens sektion om interna kontroller, sektion 404. Denna sektion har orsakat mest debatt i USA och en stor andel av forskningen fokuserar kring de höga kostnaderna som denna sektion medför. I enlighet med amerikansk lagstiftning måste en myndighet, i detta fall SEC, som påtvingar en lag undersöka hur kostnads- och arbetskrävande det är att följa lagen. Den uppskattning som SEC gjort är en underskattning enligt Sneller och Langendijks undersökning. Deras resultat visar att tidsåtgången, räknat i interna timmar, är 12 gånger så stor som SEC:s uppskattning och de direkta konsultkostnaderna är 40 % större än vad SEC:s har beräknat. Studien rekar även på hur stor del av företagets intäkter som går åt till att säkerställa efterföljandet av SEC. Så mycket som 2 % av intäkterna i små bolag går åt till detta ändamål, samma siffra för stora företag uppskattas till 0,1 %.

⁶⁷ Sneller & Langendijk (2007) *SOX Section 404 costs of compliance: a case study*

4.1.2 Morgenstern

Men resultatet av SOX är inte bara direkta kostnader i form av personaltimmar och konsultarvoden enligt en artikel av Marc Morgenstern (2007)⁶⁸. I denna artikel undersöks andra kostnader som lagen orsakar och det som är mest kostsamt enligt Morgenstern är det komplexa system av redovisning och granskning som ett företag måste anpassa sig till. Rapporter skall skapas om exempelvis styrelsemöten och dessa ska granskas av en tredje part för att sedan atteras av en fjärde och så vidare. Genom uppbyggnaden av detta system riskerar man att tappa dynamiken i bland annat styrelsearbetet. Man får enligt författaren inte reglera ett företag alltför mycket eftersom företagen måste ha ett visst mått av fria tyglar för att kunna fungera optimalt.

4.1.3 Bauer et al

I en undersökning av Bauer et al (2003)⁶⁹ testas huruvida ett företags bolagsstyrnings- ranking påverkar värderingen av företaget. I denna undersökning används ett approximativt Tobins Q som mått på företagets värde. Deras undersökning visar att kopplingen mellan ett företags värde och kvaliteten på bolagsstyrningen är stark i EMU-området, men inte lika positiv i Storbritannien. Detta kan bero på nationella skillnader i det område som undersökts och när de lägger till en variabel för de olika länderna blir relationen förvisso svagare men slutsatsen blir ändå att god bolagsstyrning har en positiv effekt på företagets värde. Att relationen mellan bolagsstyrning och företagets värde är lågt i Storbritannien menar Bauer et al beror på att bolagsstyrningen redan varit väldigt god i landet och detta förklarar även varför relationen varit så mycket starkare i övriga EMU-området som tidigare inte har haft någon god bolagsstyrningssed. Dock pekar man även på att relationen mellan hög bolagsstyrnings-ranking och avkastning för företag i Storbritannien varit stark varför man förmodligen inom en snar framtid även kommer få en högre marknadsvärdering på dessa.

⁶⁸ Morgenstern (2007) *SOX:s subtle disclosure costs, insights*

⁶⁹ Bauer et al (2004) *Empirical evidence on corporate governance*

4.1.4 Switzer

Trots de höga kostnader som påvisats för att följa Amerikansk lagstiftning pekar denna studie på att företag som tvingas följa SOX regelverk får en positiv värdeförändring, vilket påvisas av Switzer⁷⁰.

Ett problem föreligger för dem som ämnar undersöka effekterna av SOX i termer av företagsvärde och marknadsvärdering. Eftersom samtliga i USA listade företag är tvingade att följa SOX regleringar är det svårt att finna ett relevant jämförelsematerial. Switzer⁷¹ går runt problemet genom att göra en studie av Kanadensiska företag. I studien undersöks effekterna av SOX implementering genom Tobins Q, dels för en grupp av företag som är listade både på Toronto Stock Exchange och någon börs i USA (och därför tvingade att följa SOX), och dels för en grupp av företag som enbart är listade i Kanada. För den senare nämnda gruppen finns en uppsättning av rekommendationer gällande bolagsstyrning, men dessa är alltså mindre utförliga än SOX regelverk.

Undersökningen baseras på fyra variabler; Grad av oberoende i styrelsen, VD:s aktieinnehav, graden av VD:s ersättning som baseras på resultat och Skuldsättningsgrad. Tobins Q används som mått på företagets värde.

Switzer ser studien som en utvärdering av en grupp samverkande bolagsstyrningsmekanismer, samt hur dessa påverkar prestationen. Resultaten från undersökningen pekar på att efterföljande av SOX regelverk har fördelar som överstiger nackdelen med ökade kostnader för efterlevnad av SOX. Resultaten pekar på en värdeökning mellan 15,7 % och 34 % för företag som regleras enligt Amerikanska regler. Författaren anser att fördelarna kan härledas till en ökad trovärdighet för att chefer agerar i linje med ägarnas önskemål.

4.2 Val av Variabler och tidigare forskning

Det har tidigare genomförts ett stort antal studier som fokuserar på specifika bolagsstyrningsvariabler och dess eventuella inverkan på företagets värde. Exempel på variabler som studerats och kopplats till olika mått på företagets värde är antal oberoende

⁷⁰ Switzer (2007) *Corporate Governance, Sarbanes-Oxley, and Small-cap Firm Performance*

⁷¹ Ibid

styrelseledamöter, styrelsens storlek, utländskt inflytande i styrelsen och styrelsens aktivitet, mätt i exempelvis antal möten per år. Vi tittar i detta kapitel på denna forskning och motiverar samtidigt våra val av kontrollvariabler i vår undersökning.

4.2.1 Styrelsesammansättning och Diversifiering

Styrelsens sammansättning och dess inverkan på företagets värde har studerats av bland annat Carter et al⁷² och Oxelheim & Randoy⁷³.

Carter et al definierar en diversifierad styrelse såsom en styrelse innehållande representanter för etniska minoriteter samt kvinnor. Man identifierar fyra källor till hur en diversifierad styrelse kan påverka företagets finansiella prestation. Man menar inledningsvis att en diversifierad styrelse kan leda till en bättre förståelse av marknaden och för ett resonemang kring hur demografiska förutsättningar ändras, och hur en styrelse som i någon mån speglar samhället ger ökade möjligheter att förstå och penetrera marknaden. Vidare menar man att en diversifierad styrelse ger ökad kreativitet och innovationskraft då nya idéer förs in, samt att problemlösningen blir effektivare. Slutligen menar man att företaget kan prestera bättre då företagets globala relationer tenderar att förstärkas med styrelseledamöter från minoriteter. Författarna betonar dock vikten av att en diversifierad styrelse är motiverad av de värdeskapande effekterna för företaget och inte av det faktum att det anses riktigt ur ett socialt- eller samhällsperspektiv.

Synpunkterna sammanfattas effektivt av Robert Campbell, CEO för Sun Oil: "Often what a women or minority person can bring to the board is some perspective a company has not had before – adding some modern day reality to the deliberation process. Those perspectives are of great value, and often missing from an all-white, male gathering. They can also be inspiration to the company's diverse workforce"⁷⁴

Efterföljande studier har påvisat ett signifikant samband mellan en diversifierad styrelse och företagets värde definierat som Tobins Q. Carter et al. Inkluderade i sin studie 797 publikt handlade företag från Fortune1000-listan på DowJones-börsen och fann alltså en signifikant skillnad, där ett företags Tobins Q-värde förväntas vara högre om det finns kvinnor eller

⁷² Carter et al (2003) *Corporate governance, board diversity & firm value*

⁷³ Oxelheim & Randoy (2002) *The impact of foreign board membership on firm value*

⁷⁴ Carter et al (2003) *Corporate governance, board diversity & firm value*, s.34

minoritetsrepresentanter i styrelsen. Som minoritetsrepresentanter klassas individer med Latinamerikanskt, Afrikanskt eller Asiatiskt ursprung. Man finner också i studien att större företag generellt har en mer diversifierad styrelse än mindre företag.

En liknande studie har genomförts av Oxelheim & Randoy som studerat företag på den svenska och norska marknaden. Studien slår fast att företag med utländska styrelseledamöter har ett signifikant högre värde än företag som saknar utländsk representation i styrelsen. Detta gäller för samtliga industrier utom "shipping & transportation" och "retail & property". Forskarna har dock en avvikande syn på varför utländska styrelseledamöter påverkar företagets värde positivt, mycket beroende på de stora skillnaderna mellan å ena sidan den svenska och norska marknaden, och å andra sidan den amerikanska. Man pekar på vikten av att signalera en öppenhet för Angloamerikanska bolagsstyrningssystem, och på så sätt underlätta kapitalanskaffningen. Just kapitalanskaffningen, och kostnaden för kapitalet, ligger i fokus då storleken på de Nordiska marknaderna begränsar möjligheterna till kapitalanskaffning på den inhemska marknaden. Att ha utländska representanter i styrelsen kan således ses som ett alternativ till att lista företaget på en utländsk börs.

Författarna menar också att en utländsk styrelseledamot kan fungera som en katalysator för globalisering. Ett första givet steg är att man pratar engelska i styrelserummet, men i förlängningen skulle företaget öppna sig för hårdare kontroll i linje med de hårdare övervakningsregler som finns i exempelvis USA.

Båda studierna pekar alltså på att en diversifierad styrelse har betydelse för företagets värde, och i båda studierna finner forskarna skillnaden signifikant. Detta gör att vi väljer att inkludera antal utländska styrelseledamöter som en kontrollvariabel i vår undersökning, då vi tror oss kunna uppnå en högre förklaringsgrad med hjälp av denna variabel. Dock måste vi i analysen beakta skillnader mellan den nordiska marknaden och den amerikanska dito innan vi drar några slutsatser om varför utländsk medverkan i styrelsen kan påverka företagsvärdet.

4.2.2 Styrelsens storlek

Betydelsen av styrelsens storlek har diskuterats flitigt. En studie av Yermack⁷⁵ visar att små styrelser är mer effektiva och företag med små styrelser värderas högre än företag med stora styrelser. Även Yermack använder Tobins Q som ett approximativt mått för marknadens värdering av företagen.

Innan vi tittar vidare på resultaten från Yermacks undersökning skall vi titta på argumenten för varför en mindre styrelse skulle vara mer effektiv än en styrelse med ett större antal ledamöter. Forskare som arbetat med ämnet menar bland annat att en styrelse med många ledamöter tenderar att agera med ett större mått av riskaversion⁷⁶, samt att långsammare beslutsfattning inverkar negativt på hela företaget.⁷⁷ På plussidan för en större styrelse ser man ökade möjligheter till övervakning av ledningen, men forskarna menar att denna fördel övervägs av de negativa aspekterna av fler styrelseledamöter.⁷⁸

Andra forskare har tittat på hur atmosfären och arbetsklimatet i styrelsen påverkas av styrelsens storlek. Jensen⁷⁹ menar att större styrelser ofta präglas av artighet och korrekt uppförande. En sådan atmosfär går ut över rättframhet och uppriktighet, och skulle enligt Jensen minska styrelsens effektivitet.

Vi går tillbaka till Yermacks⁸⁰ undersökning, där vi alltså redan konstaterat att han finner en signifikant högre värdering av företag med små styrelser. Undersökningen grundar sig på en studie av 452 stora amerikanska industriföretag och spänner mellan åren 1984 till 1991. Analysen visar att skillnaden gäller för en tidsserieanalys, det vill säga för samma företag över tiden, och för en analys mellan företagen vid en given tidpunkt. Yermack prövar även för en omvänd tolkning av resultaten, nämligen att företag med problem skulle reagera på problemen genom att öka styrelsens storlek, men finner att så inte är fallet.

I sin studie undersöker även Yermack korrelationen mellan ett flertal olika prestations- och effektivitetsmått och storleken på företagets styrelse. Han finner en negativ korrelation mellan

⁷⁵ Yermack (1991) *Higher market valuation of companies with a small board of directors*

⁷⁶ Lipton & Lorch (1992) *A modest proposal for improved corporate governance*

⁷⁷ Ibid

⁷⁸ Ibid

⁷⁹ Jensen (1993) *The Modern Industrial Revolution, exit, and the failure of internal control*

⁸⁰ Yermack (1991) *Higher market valuation of companies with a small board of directors*

storleken på företagets styrelse och sales over assets, return on assets och return on sales. Han fastslår också att mindre styrelser ökar risken för Verkställande direktör att bli avskedad, och han finner en starkare koppling mellan företagets prestation och kompensationen till ledningen.

Mot bakgrund av dessa resultat har vi inkluderat styrelsens storlek som en kontrollvariabel i vår undersökning. Detta ger oss möjlighet att dra egna slutsatser om hur styrelsens storlek påverkar värderingen av företaget, och om det finns ett samband ger det oss dessutom en högre förklaringsgrad i vår undersökning.

4.2.3 Andra Bolagsstyrningsvariabler

Det finns omfattande forskning kring andra variabler relaterade till bolagsstyrning och företags värde än de vi väljer att inkludera i vår studie. Bland annat har betydelsen av kvinnorepresentation i styrelsen och dess eventuella inverkan på företags Tobins Q behandlats. En undersökning av den svenska marknaden visar dock ingen signifikant skillnad av företagens värdering som kan kopplas till kvinnorepresentationen i styrelsen.⁸¹ Shrader et al⁸² har undersökt hur företag med kvinnor i ledande positioner (styrelse och företagsledning) presterar i relation till företag utan, eller med färre kvinnor presterar och finner en positiv korrelation mellan antalet kvinnor på ledande befattningar men fastslår också att en hög andel kvinnor inte förutsäger goda finansiella prestationer. Då kvinnorepresentation i styrelsen inte tydligt pekar mot ett högre (Tobins Q) värde hos företag väljer vi att inte inkludera detta som en kontrollvariabel.

Vidare har studier genomförts kring institutionellt ägande och företagsvärde. Resultaten från tidigare sådana studier har haft svårt att ge ett svar på om (stort) institutionellt ägande påverkar värderingen av företaget⁸³, och vi tror därför att de variabler vi väljer att använda oss av kan bidra mer till en högre förklaringsgrad i analysen.

⁸¹ Durante, Faasth & Omeragic (2005) *Kvinnor i styrelser – en värdeskapande resurs för företag noterade på Stockholmsbörsen*

⁸² Shrader, Blackburn & Iles (1997) *Woman in management and firm financial performance: An exploratory study*

⁸³ Navissi & Naiker (2006) *Institutional ownership & corporate value*

Slutligen skulle styrelsens oberoende kunna fungera som en tänkbar kontrollvariabel. Forskningen kring styrelsens oberoende och företags finansiella prestationer är omfattande då frågan har hamnat i fokus efter skandaler i framförallt USA. Dalton & Dalton har genomfört en analys av studier inom ämnet, men anser att det inte finns någon entydig koppling mellan företagets finansiella prestationer och styrelsens oberoende⁸⁴. Därför väljer vi att exkludera även denna variabel från vår undersökning.

4.2.4 Övriga Kontrollvariabler

I syfte att uppnå en så hög förklaringsgrad som möjligt har vi förutom ovan nämnda bolagsstyrningsvariabler inkluderat ett antal generella kontrollvariabler. Dessa är antal anställda, nettoomsättning, balansomslutning, företagets ålder samt branschtillhörighet. Valet av dessa variabler grundar sig i mångt och mycket på vilka variabler forskare har använt då de genomfört en liknande studie. Yermack⁸⁵ använder sig av storlek, industritillhörighet och ålder på företaget. Samma kontrollvariabler används av Oxelheim och Randoy⁸⁶ i deras studie av utländska styrelseledamöters påverkan på företagets värde.

4.2.5 Definition av variabler

Antal styrelseledamöter

Antal styrelseledamöter får vi fram genom att granska respektive företags årsredovisningar och på enklaste sätt räkna antalet ledamöter. Suppleanter räknas inte som ledamöter av styrelsen.

Antal utländska styrelseledamöter

Vi väljer att definiera en utländsk styrelseledamot som en ledamot som inte är svensk medborgare. Beroende på företaget gör vi dock vissa undantag. En finsk styrelseledamot i Stora Enso anses exempelvis inte vara utländsk eftersom Stora Enso är ett svenskt-finskt bolag. Inte heller bedöms en utländsk medborgare som har haft hela sin karriär i Sverige som utländsk. Insamlingen av dessa data sker på samma sätt som antalet ledamöter.

⁸⁴ Dalton & Dalton (2005) *Board of Directors: Utilizing empirical evidence in developing practical descriptions*

⁸⁵ Yermack (1991) *Higher market valuation of companies with a small board of directors*

⁸⁶ Oxelheim & Randoy (2002) *The impact of foreign board membership on firm value*

Bransch

Branschtillhörigheten hämtas från OMX årliga sammanställning av noterade bolag.

Företagets ålder

Företagets ålder hämtas från företagets hemsidor. I de fall då dagens företag är ett resultat av ett flertal fusioner väljer vi det år då bolaget fick sin nuvarande verksamhet. Med andra ord tar vi ett senare datum om fusionen utökat verksamheten till andra affärsområden men behåller det tidigare datumet om fusionen varit inom samma affärsområde. I regressionen används den naturliga logaritmen av företagets ålder.

Antal anställda

Data om antalet anställda hämtas från företagets årsredovisningar. Den siffra som hämtas där är medelantalet anställda under året. I regressionen används den naturliga logaritmen av antalet anställda.

Nettoomsättning

Även nettoomsättning hämtas från företagets årsredovisningar. I regressionen används den naturliga logaritmen av nettoomsättningen.

Approximativa Tobins Q

Data för att beräkna approximativa Tobins Q hämtas från företagets årsredovisningar och OMX årliga sammanställning av noterade bolag. Balansomslutning och skulder hämtas från årsredovisningarna och företagets marknadsvärde, den sista handelsdagen på respektive år, hämtas från OMX.

Kod

Data för vilka som använder koden hämtas från Kollegiet för Svensk Bolagsstyrnings kodbarometer för 2005 respektive 2006.

Verksamhetsår

Det års data som observationen bygger på.

4.3 Hypoteser

För att testa det vi ämnar undersöka i denna studie ställer vi upp följande hypotes:

H_0 = Tillämpningen av den nya svenska bolagskoden påverkar inte företags värde.

H_1 = Tillämpningen av den nya svenska bolagskoden påverkar företags värde.

Vi väljer även att ställa upp två stycken delhypoteser rörande de enskilda bolagsstyrningsvariablerna *antal styrelseledamöter* och *antalet utländska styrelseledamöter*.

H_0 = Antalet styrelseledamöter påverkar inte företags värde.

H_1 = Antalet styrelseledamöter påverkar företags värde.

H_0 = Antalet utländska styrelseledamöter påverkar inte företags värde.

H_1 = Antalet utländska styrelseledamöter påverkar företags värde.

Med hjälp av den multipla regressionsanalys som presenteras i kommande kapitel kommer vi att antingen förkasta eller acceptera nollhypoteserna.

Som underlag för vår hypotesprövning samt vår multipla regressionsanalys har vi ställt upp följande ekvation där de variabler vi valt ingår.

$$\begin{aligned} \text{Tobins-Q} &= \beta_1 + (\beta_2 \times \text{ImplementeringAvKodenDummy}) + (\beta_3 \times \text{Verksamhetsår}) + \\ &(\beta_4 \times \text{Ant.Styrelseledamöter}) + (\beta_5 \times \text{Ant.Utl.styrelseledamöter}) + \\ &(\beta_6 \times \text{FöretagetsÅlderLN}) + (\beta_7 \times \text{Ant.AnställdaLN}) + \\ &(\beta_8 \times \text{OmsättningMkrLN}) + (\beta_9 \times \text{ConsumerDiscretionaryDummy}) + \\ &(\beta_{10} \times \text{ConsumerStaplesDummy}) + (\beta_{11} \times \text{EnergyDummy}) + \\ &(\beta_{12} \times \text{IndustrialsDummy}) + (\beta_{13} \times \text{InformationTechnologyDummy}) + \\ &(\beta_{14} \times \text{MaterialsDummy}) + (\beta_{15} \times \text{TelecommunicationServicesDummy}) + \\ &(\beta_{16} \times \text{HealthCareDummy}) + \varepsilon \end{aligned}$$

Denna ekvation revideras sedan för att få den bästa möjliga uppskattningen av ett företags Tobins-Q utifrån de förklarande variabler vi väljer.

5. Empiri

I detta kapitel presenterar vi den data vi behandlar i vår studie. Först ges en övergripande bild av data genom den deskriptiva statistiken därefter följer presentationen av resultaten från regressionsanalysen. Vi redogör slutligen för de tester vi genomfört på resultaten.

5.1 Deskriptiv statistik

Nedan presenteras deskriptiv statistik från vårt urval. Totalt finns 255 observationer i urvalet, 131 från 2005 och 124 från 2006. Dessa observationer är fördelade mellan 65 företag som tillämpar koden samt 66 företag som inte gör det. Den information som presenteras berör de kvantitativa variablerna som är inkluderade i studien. Skillnader i variabelvärde mellan observationerna diskuteras men framförallt behandlas eventuella olikheter i medelvärde mellan de två grupperna av företag. Eventuella skillnader testas med hjälp av T-test för att om möjligt kunna säkerställa att en skillnad grupperna emellan de facto föreligger.

Deskriptiv statistik					
(Mkr där inte annat anges)	N	Minimum	Maximum	Medelvärde	Std. Avvikelse
Antalet styrelseledamöter	255	4.00	14.00	8.24	2.30
Antalet utländska styrelseledamöter	255	0.00	7.00	0.73	1.28
Procentuell andel utländska styrelseledamöter	255	0.00	0.80	0.08	0.14
Företagets ålder (År)	255	2.00	269.00	50.53	49.87
Antalet anställda	255	9.00	215379.00	8203.11	22768.65
Nettoomsättning	255	9.20	258835.00	14636.40	33788.91
Företagets marknadsvärde	255	270.88	445991.51	18999.99	52672.92
Balansomslutning	255	75.00	258427.00	15306.90	38331.82
Företagets approximativa Tobins Q	255	0.17	15.14	2.19	1.79

Tabell 1 Deskriptiv statistik över studiens kvantitativa variabler

Som man kan utläsa av statistiken ovan finns det mycket stora skillnader i urvalet. Enligt de T-test som genomförts⁸⁷ är det statistisk säkerställt att de olika observationernas variabelvärden skiljer sig åt hos samtliga variabler. Exempelvis varierar företagens balansomslutning från 75 miljoner till drygt 258 miljarder kronor, antalet anställda varierar

⁸⁷ Se bilaga 4.1

från 9st till 215 379st och företagens marknadsvärde varierar från ca 271 miljoner till ca 446 miljarder. Detta beror givetvis på det relativt sett lilla urvalet. På den svenska marknaden finns det helt enkelt inte ett tillräckligt stort urval av stora företag för att man ska kunna göra en analys där alla företag är ungefär lika stora och därför, troligtvis, mer lämpliga att jämföra. Detta är givetvis störande men det är en faktor som vi får acceptera och ta med i kritiken. Det blir dock mer relevant att jämföra företagen inom grupper av dem som har implementerat koden och de som inte har gjort det.

Styrelseledamöter

	Kod	N	Medelvärde	Std. Avvikelse	Std. Fel
Antalet styrelseledamöter	Ja	127	9.28	2.27	0.20
	Nej	128	7.22	1.83	0.16
Antalet utländska styrelseledamöter	Ja	127	0.99	1.51	0.13
	Nej	128	0.47	0.93	0.08

Tabell 2 Deskriptiv statistik Styrelseledamöter

Ovan ser vi att en genomsnittlig styrelse bland de företag som implementerat koden (kodföretag) har 9,28 styrelsemedlemmar varav en av dessa är utländsk. Ett företag som inte implementerat koden har i genomsnitt 7,22 st styrelsemedlemmar varav 0,47 är utländska. Skillnaden grupperna emellan är för båda dessa variabler signifikant⁸⁸. Med andra ord visar studien att medelvärdet i de två grupperna är olika.

Företagets ålder

	Kod	N	Medelvärde	Std. Avvikelse	Std. Fel
Företagets ålder	Ja	127	59.76	49.21	4.37
	Nej	128	41.37	48.99	4.33

Tabell 3 Deskriptiv statistik Företagets ålder

Åldern på företagen i urvalet var i genomsnitt 50,53 år. Uppdelat som ovan kan man dock se att kodföretagen i genomsnitt är betydligt äldre än de företag som inte implementerat koden. Kodföretagen har en medelålder på 59,76 år medan de övriga företagen i urvalet har en medelålder på 41,37 år. Även denna skillnad är enligt T-testen i bilaga 4.2 statistiskt säkerställda.

⁸⁸ Se bilaga 4.2

Antal anställda

	Kod	N	Medelvärde	Std. Avvikelse	Std. Fel
Antalet anställda	Ja	127	15393.31	30618.38	2716.94
	Nej	128	1069.08	1930.21	170.61

Tabell 4 Deskriptiv statistik Antal anställda

Medelantalet anställda för kodföretagen var 15 393 st medan det för de övriga företagen var 1 069 st. Föga förvånande kan vi även fastställa att kodföretagen i genomsnitt har fler anställda än referensgruppen (vilket gäller även för de storleksvariabler som presenteras i nästkommande två stycken).⁸⁹ Anledningen till att standardavvikelsen är så stor i båda grupperna beror på att det dels finns relativt små bolag som på eget initiativ implementerat koden och dels på att de minsta bolagen i urvalet är lika små i förhållande till de största företagen som inte implementerat koden.

Nettoomsättning

	Kod	N	Medelvärde	Std. Avvikelse	Std. Fel
Nettoomsättning Mkr	Ja	127	27860.29	44112.14	3914.32
	Nej	128	1515.82	2108.61	186.38

Tabell 5 Deskriptiv statistik Nettoomsättning

Skillnaden mellan grupperna är ännu större avseende företagens nettoomsättning. Ett kodföretag har en genomsnittlig nettoomsättning på 27 860,29 miljoner kronor medan ett företag som inte implementerat koden har en nettoomsättning på 1 515,82 miljoner. Även här har vi väldigt stora standardavvikelser vilket har samma förklaring som i stycket ovan. För att ytterligare visa på skillnaderna varierar nettoomsättningen bland kodföretagen från 611 miljoner till 258 835 miljoner kronor, varför avvikelsen givetvis blir stor.

Marknadsvärde och balansomslutning

	Kod	N	Medelvärde	Std. Avvikelse	Std. Fel
Företagets marknadsvärde	Ja	127	36393.17	70558.39	6261.04
	Nej	128	1742.69	2627.92	232.28
Balansomslutning	Ja	127	29358.35	50577.63	4488.04
	Nej	128	1365.22	2712.58	239.76

Tabell 6 Deskriptiv statistik Marknadsvärde och Balansomslutning⁸⁹ Se bilaga 4.2

Marknadsvärdet och balansomslutningen är två av huvudkomponenterna vid beräkningen av företagets approximativa Tobins Q. De företag som har implementerat koden har ett genomsnittligt marknadsvärde på 36 393,17 miljoner och en genomsnittlig balansomslutning på 29 358,35 miljoner vilket alltså skulle ge ett genomsnittligt market-to-book-värde på 1,24. Motsvarande siffra för de företag som inte implementerat koden skulle bli 1,28.

Approximativt Tobins Q

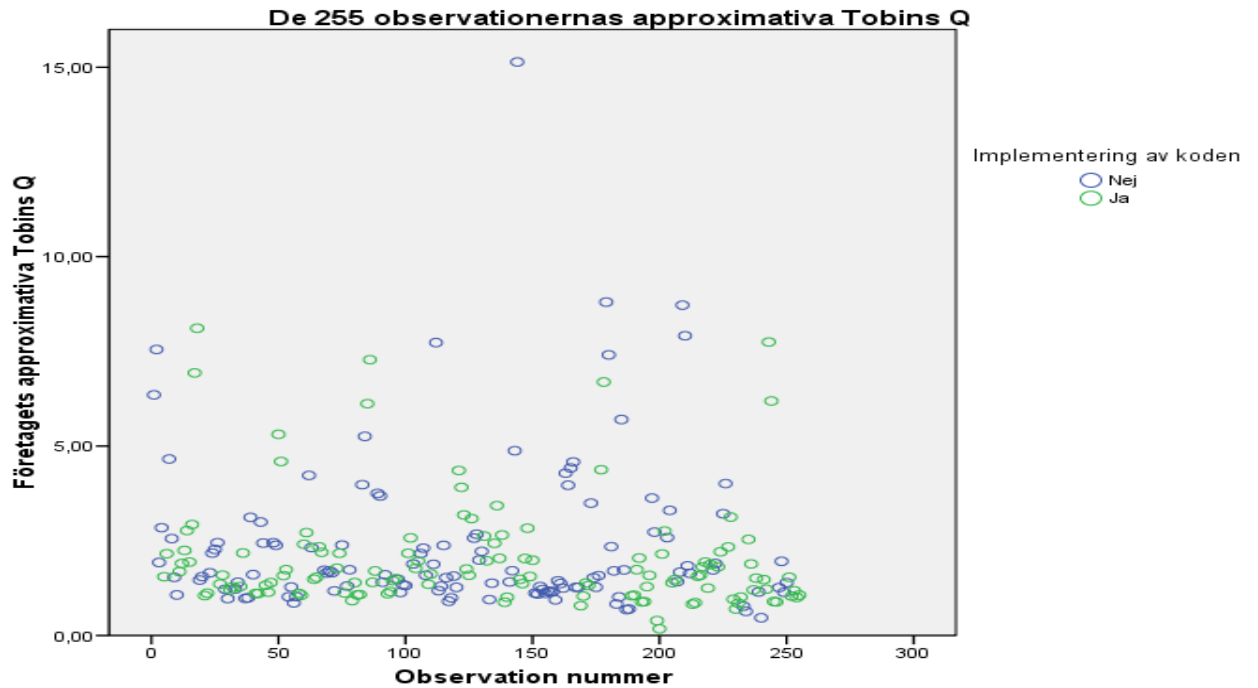
	Kod	N	Medelvärde	Std. Avvikelse	Std. Fel
Företagets approximativa Tobins Q	Ja	127	2.02	1.48	0.13
	Nej	128	2.36	2.05	0.18

Tabell 7 Deskriptiv statistik Approximativt Tobins Q

Kodföretagen har ett medelvärde på 2,02 medan de företag som inte implementerat koden har ett medelvärde på 2,36. Kodföretagen har ett genomsnittligt lägre approximativt Tobins Q vilket bland annat kan förklaras av att det bland dessa företag finns många äldre företag som agerar på mogna branscher där tillväxtpöjligheterna är begränsade. Detta leder i regel till en lägre marknadsvärdering och följaktligen ett lägre approximativt Tobins Q. Skillnaden i medelvärde grupperna emellan påvisar dock ingen signifikans⁹⁰, det vill säga man kan inte enligt en 5 % signifikansnivå statistiskt säkerställa att det faktiskt är skillnad mellan grupperna. Detta kommer ytterligare att diskuteras utförligt i kommande analysavsnitt.

⁹⁰ Se bilaga 4.2

Nedan visas spridningen av observationernas approximativa Tobins Q.



Figur 1 Deskriptiv statistik Fördelning Tobins Q

Som diagrammet ovan visar ligger de allra flesta observationer kring hela urvalets medelvärde. Det finns dock ett större antal observationer (knappt 10 %) som ligger mellan 5 och 10 samt en toppnotering på ca 15.

5.2 Multipel regressionsanalys

Då man använder sig av en multipel regressionsanalys i en studie är valet av antal förklarande variabler av stor vikt för att åstadkomma ett bra och tillförlitligt resultat att presentera.⁹¹ Vi har valt att arbeta fram vår slutgiltiga regressionsmodell i tre steg. Initialt redovisar vi den regression där samtliga av de för denna undersökning valda variablerna inkluderats. Sedan går vi vidare med resultatet av en stegvis regression där de variabler som visar på en signifikant betydelse väljs ut och stegvis bygger på en modell som ger en ökad förklaringsgrad för skillnaderna i den beroende variabeln, approximativt Tobins-Q. Därefter kompletteras den modell som den stegvisa regressionen givit med de variabler som vi anser bidrar till en bättre och mer förklarande modell för att uppskatta ett företags approximativa Tobins-Q.

Avslutningsvis presenterar vi de test av den slutgiltiga regressionsmodellen som är lämpliga för att göra resultaten mer legitima samt för att påvisa att regressionsmodellen är tillförlitlig. De regressioner samt tester som redovisas nedan har genomförts med hjälp av programmen E-Views och SPSS. Vi har valt att använda båda dessa program för att kunna presentera det bästa möjliga materialet och för att göra det på så överskådligt sätt som möjligt.

5.2.1 Samtliga variabler

Vi har tidigare gjort ett antal val gällande vilka variabler vi ämnat undersöka och inkludera i vår regressionsmodell. Den regressionen vi nu presenterar, *Regression 1*, innehåller alla de förklarande variabler vi tidigare argumenterat för, samt motiverat användandet av, med undantag för en av branschvariablerna. Att ta bort en av branschvariablerna är nödvändigt när man har en kvalitativ variabel med flera utfall. Detta för att utesluta att interceptet och de olika dummyvariablerna inte blir perfekt kolinjära, det vill säga de är beroende av varandra på ett systematiskt sätt.⁹² Den beroende variabeln är som i alla de följande regressionerna det approximativa Tobins-Q.

⁹¹ Westerlund (2005) *Introduktion till ekonometri*

⁹² Ramanathan (2002) *Introductory econometrics with applications*

Regression 1				
Beroende variabel	Approximativt Tobins Q			
Metod:	OLS			
Antal observationer	255			
Variabel	Betavärde	Standardfel	T-Statistika	Signifikansnivå
<i>Implementering av koden</i>	1.335341	0.299141	4.463915	0.0000
<i>Verksamhetsår</i>	0.282771	0.198582	1.423953	0.1558
<i>Antal styrelseledamöter</i>	0.072551	0.047375	1.531410	0.1270
<i>Antal utl. styrelseledamöter</i>	0.002269	0.100078	0.022676	0.9819
<i>Företagets ålder (LN)</i>	-0.075979	0.099894	-0.760593	0.4476
<i>Antal anställda (LN)</i>	-0.075249	0.196026	-0.383872	0.7014
<i>Nettoomsättning (LN)</i>	-0.529413	0.218255	-2.425665	0.0160
<i>Consumer Discretionary</i>	-0.251232	0.507164	-0.495367	0.6208
<i>Consumer Staples</i>	-1.369508	0.570791	-2.399318	0.0172
<i>Energy</i>	-1.982979	0.620692	-3.194785	0.0016
<i>Industrials</i>	-1.054406	0.433561	-2.431967	0.0157
<i>Information Technology</i>	-0.398652	0.559870	-0.762260	0.4467
<i>Materials</i>	-1.294876	0.511701	-2.530531	0.0120
<i>Telecommunication Services</i>	-0.633910	0.547219	-1.158421	0.2478
<i>Intercept</i>	-560.419300	398.000700	-1.408186	0.1604
Förklaringsgrad (R^2)	0.307050			
Standardfel för regressionen	1.534935			
Kvadratsumman av residualerna	565.4461			
Durbin Watsons test	1.358733			
F-Statistika	7.596105			
Signifikansnivå (P-värde)	0.000000			
Rensat för heteroskedasticitet genom funktionen <i>White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance</i> i programmet E-Views				

Figur 2 Regression 1

Som figuren ovan visar så uppnår man med de 14 förklarande variablerna en förklaringsgrad på 30,7 %. Detta innebär att man med dessa variabler kan förklara 30,7 % av skillnaderna i företagets värde hos de olika variablerna. Men som man också ser så är det stor skillnad mellan de olika förklarande variablerna vad gäller signifikansnivån. En del av variablerna visar signifikans (det vill säga att det är statistiskt säkerställt att de påverkar den beroende

variabeln på ett eller annat sätt) medan andra variabler enligt denna studie inte med säkerhet påverkar företags värde.

Den variabel som är den centrala i denna studie, *Implementering av koden*, visar på tydlig signifikans. Det faktum att vi enligt Regression 1 kan påvisa detta innebär att vi kan förkasta nollhypotesen om att en implementering av svensk kod för bolagsstyrning inte påverkar ett företags värde. Som man även kan utläsa av figuren ovan så har variabeln ett positivt betavärde. Detta innebär att variabeln påverkar företags värde positivt. Med andra ord, ett företag som implementerat koden, tenderar att ha ett högre företagsvärde än övriga, då allt annat är lika (*Ceteris Paribus*).

Övriga variabler som påvisar signifikans är företags nettoomsättning samt fyra av de sju (åtta) branschvariablerna. Med andra ord är det, utöver den för studien intressanta förklarande variabeln, enligt Regression 1 företags storlek i form av nettoomsättning samt tillhörande av fyra av de åtta branscherna som vi med säkerhet kan säga påverkar ett företags värde.

De olika branscherna som påvisar signifikans är *Consumer Staples*, *Energy*, *Industrials* och *Materials*. Dessa visar ett negativt samband med företags värde i relation till den borttagna branschen *Health Care*. Att det är i relation till just den specifika branschen och inte till alla övriga (som faktiskt representerar värdet 0 i dummyvariabeln) är, i enlighet med Westerlund 2005⁹³, ett resultat av det faktum att branschvariabeln *Health Care* tagits bort ur Regression 1.

Vad gäller företags storlek så påverkar det enligt Regression 1 företags värde negativt. *Antalet anställda i företaget* är ytterligare en variabel som på sitt sätt beskriver företags storlek. Denna variabel påvisar dock ingen som helst signifikans.

Variablerna *Verksamhetsår* och *Företags ålder* är inkluderade i modellen för att om möjligt härleda eventuella skillnader som beror på konjunkturen för respektive år samt för eventuell trendpåverkan av värdet över tid. Men inte heller dessa påvisar någon signifikans och några slutsatser går därmed inte att dra. Dock är betakoefficientvärdet för variabeln verksamhetsår positivt vilket kan tyda på att observationer från år 2006 överlag kan ha ett högre värde än de som är från 2005. Signifikansen är dock för låg för att kunna säga att så verkligen är fallet.

⁹³ Westerlund (2005) *Introduktion till ekonometri*

I regression 1 är även de två bolagsstyrningsvariablerna från tidigare genomförda studier *Antalet styrelseledamöter* och *Antalet utländska styrelseledamöter* inkluderade. Ingen av dessa påvisar dock någon signifikans och kan enligt denna studie inte sägas påverka ett företags värde. Därmed måste vi acceptera nollhypoteserna, vi kan inte genom denna studie med säkerhet påvisa att dessa två variabler påverkar företags värde.

Ekvationen för att uppskatta ett företags värde skulle enligt *Regression 1* med de variabler som inkluderats där, se ut som följande:

$$\begin{aligned} \text{Tobins-Q} &= \beta_1 + (\beta_2 \times \text{ImplementeringAvKodenDummy}) + (\beta_3 \times \text{Verksamhetsår}) + \\ &(\beta_4 \times \text{Ant.Styrelseledamöter}) + (\beta_5 \times \text{Ant.Utl.styrelseledamöter}) + \\ &(\beta_6 \times \text{FöretagetsÅlderLN}) + (\beta_7 \times \text{Ant.AnställdaLN}) + \\ &(\beta_8 \times \text{OmsättningMkrLN}) + (\beta_9 \times \text{ConsumerDiscretionaryDummy}) + \\ &(\beta_{10} \times \text{ConsumerStaplesDummy}) + (\beta_{11} \times \text{EnergyDummy}) + \\ &(\beta_{12} \times \text{IndustrialsDummy}) + (\beta_{13} \times \text{InformationTechnologyDummy}) + \\ &(\beta_{14} \times \text{MaterialsDummy}) + (\beta_{15} \times \text{TelecommunicationServicesDummy}) + \varepsilon \end{aligned}$$

5.2.2 Stegvis regression

För att få en så bra uppsättning av förklarande variabler som möjligt samt för att följa förändringen när man tillför samt plockar bort variabler har vi genomfört ett stort antal regressioner. Vi har dessutom använt oss av SPSS för att göra stegvisa regressioner där man kan följa förändringarna som sker på ett bra sätt. Den stegvisa regressionen bygger på modellen med en variabel åt gången. De variabler som är aktuella är de som visar en signifikansnivå på under 5 %. Vi väljer här att redovisa den slutliga regressionsmodellen som SPSS kom fram till då vi inkluderade samtliga variabler. För att få genomgående lika figurer över de olika regressionerna har vi dock genomfört regressionen (med de variabler som den stegvisa regressionen i SPSS kom fram till) med E-Views.

Regression 2				
Beroende variabel	Approximativt Tobins Q			
Metod:	OLS			
Antal observationer	255			
Variabel	Betavärde	Standardfel	T-Statistika	Signifikansnivå
<i>Implementering av koden</i>	1.305470	0.266720	4.894530	0.0000
<i>Nettoomsättning (LN)</i>	-0.596345	0.102855	-5.797898	0.0000
<i>Energy</i>	-1.403270	0.396001	-3.543607	0.0005
<i>Industrials</i>	-0.600351	0.155920	-3.850383	0.0001
<i>Intercept</i>	6.540085	0.784605	8.335517	0.0000
Förklaringsgrad (R^2)	0.266212			
Standardfel för regressionen	1.547605			
Kvadratsumman av residualerna	598.7703			
Durbin Watsons test	1.331092			
F-Statistika	22.674440			
Signifikansnivå (P-värde)	0.000000			
Rensat för heteroskedasticitet genom funktionen <i>White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance</i> i programmet E-Views				

Figur 3 Regression 2

Det man kan se vid denna, *Regression 2*, är att trots att 10 av de 14 förklarande variablerna är bortsorterade så har ändå regressionen en förklaringsgrad på 26,6%. Även då förklaringsgraden sjunkit (30,7% i *Regression 1*) så visar detta att dessa är de variabler som faktiskt har en betydande del i förklaringsgraden av skillnaderna i företags värde för de olika observationerna. Man kan dessutom se att signifikansen för respektive förklarande variabel blir än kraftigare när det endast är variablerna *Implementering av koden*, *Företagets nettoomsättning* samt branschvariablerna *Industrials* och *Energy* finns med i regressionen.

Vad gäller den för studien mest intressanta variabeln, *Implementering av koden*, så uppvisar den genomgående kraftig signifikans oberoende av hur många övriga förklarande variabler som inkluderas (undantaget då den är enda förklarande variabel). Även i detta fall förkastas nollhypotesen och vi kan konstatera att implementering av koden påverkar företags värde.

Något som inte förändras från *Regression 1* är åt vilket håll (positivt eller negativt) som de förklarande variablerna påverkar företags värde.

En viktig skillnad i *Regression 2* är dock att de två branschvariablernas påverkan här är i relation till alla övriga branscher som inte inkluderats i regressionen. Detta då värdet 0 i dummyvariablerna motsvarar alla branscher utom den aktuella.

Den fullständiga stegvisa regressionen redovisas i bilaga 3. Där redovisas även de variabler som exkluderats för respektive modell. Det vi anser intressant där, är de variabler som exkluderats från den sista regressionen (den som visats ovan, *Regression 2*). I denna regression föll som tidigare nämnts 10 av de förklarande variablerna bort. Av dessa har vi funnit ett par som eventuellt ändå bör ha varit med i en slutgiltig regressionsmodell.

Ekvationen för att uppskatta ett företags värde innehåller enligt *Regression 2* följande variabler:

$$\text{Tobins-Q} = \beta_1 + (\beta_2 \times \text{ImplementeringAvKodenDummy}) + (\beta_3 \times \text{OmsättningMkrLN}) + (\beta_4 \times \text{EnergyDummy}) + (\beta_5 \times \text{IndustrialsDummy}) + \varepsilon$$

5.2.3 Slutlig regressionsmodell

Resultatet av den stegvisa regressionen omfattar en modell där 4 förklarande variabler inkluderats. Men då man går igenom de exkluderade variablerna finner man att ytterligare två av branschvariablerna ligger nära 5 % signifikansnivå. Detta gör att vi tillför dessa två variabler till regressionen med fyra förklarande variabler. Resultatet blev den regression som visas nedan, *Regression 3*.

Regression 3				
Beroende variabel:	Approximativt Tobins Q			
Metod:	OLS			
Antal observationer:	255			
Variabel	Betavärde	Standardfel	T-Statistika	Signifikansnivå
<i>Implementering av koden</i>	1.428006	0.261317	5.464647	0.0000
<i>Nettoomsättning (LN)</i>	-0.580931	0.100049	-5.806440	0.0000
<i>Consumer Staples</i>	-1.043158	0.402531	-2.591496	0.0101
<i>Energy</i>	-1.599976	0.395576	-4.044678	0.0001
<i>Industrials</i>	-0.810635	0.185337	-4.373844	0.0000
<i>Materials</i>	-0.912787	0.234706	-3.889067	0.0001
<i>Intercept</i>	6.540552	0.768615	8.509529	0.0000
Förklaringsgrad (R^2)	0.290852			
Standardfel för regressionen	1.527522			
Kvadratsumman av residualerna	578.6640			
Durbin Watsons test	1.362978			
F-Statistika	16.952560			
Signifikansnivå (P-värde)	0.000000			
Rensat för heteroskedasticitet genom funktionen <i>White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance</i> i programmet E-Views				

Figur 4 Regression 3

Här ser vi att då vi tillför de två branschvariabler som exkluderats i den stegvisa regressionen men som låg väldigt nära 5 % signifikansnivå så uppnår vi en förklaringsgrad på 29,1%. Dessa två förklarande variabler bidrar alltså till att *Regression 3* närmar sig den förklaringsgrad som *Regression 1* uppvisade. Dessutom påvisar dessa två variabler, när de

inkluderats i denna regression, tydlig signifikans vilket antyder att även dessa branschtillhörigheter påverkar företags värde i relation till övriga branscher.

Utöver de fyra branschvariablerna så fortsätter *Företagets nettoomsättning* (storlek) samt *Implementering av koden* att visa tydlig signifikans och med andra ord påverkar de i högsta grad ett företags värde.

Något som bör diskuteras när man redovisar regressioner som ovan är även summan av de kvadrerade residualerna. Summan av de kvadrerade residualerna mäter hur fel vår skattade regressionsmodell är. Vid multipel regressionsanalys av typen OLS så är målet att uppnå så låga residualer som möjligt.⁹⁴ I de tre regressionerna ovan kan vi se att summan av de kvadrerade residualerna är som lägst då samtliga förklarande variabler inkluderats men att den helt naturligt följer utvecklingen i förklaringsgrad som vi kommenterat för varje regression. Därmed är summan av de kvadrerade residualerna i den slutliga regressionen, *Regression 3*, inte betydande högre än vad den är i Regression 1, där hela 14 variabler inkluderats.

Ekvationen för att uppskatta ett företags värde innehåller enligt *Regression 3* följande variabler:

$$\begin{aligned} \text{Tobins-Q} &= \beta_1 + (\beta_2 \times \text{ImplementeringAvKodenDummy}) + (\beta_3 \times \text{OmsättningMkrLN}) + \\ &(\beta_4 \times \text{ConsumerStaplesDummy}) + (\beta_5 \times \text{EnergyDummy}) + \\ &(\beta_6 \times \text{IndustrialsDummy}) + (\beta_7 \times \text{MaterialsDummy}) + \varepsilon \end{aligned}$$

5.3 Test av regression

En multipel regressionsmodell består av antaganden som ska vara uppfyllda för att modellen ska vara legitim och för att OLS-estimatoren ska vara den optimala estimatören av regressionsmodellens parametrar.⁹⁵ Dock är så inte alltid fallet i många empiriska studier. Detta behöver dock inte innebära att studien faller men kan göra resultatet svagare och mindre tillförlitligt.⁹⁶

⁹⁴ Westerlund (2005) *Introduktion till ekonometri*

⁹⁵ Verbeek (2004) *A Guide to Modern Econometrics*, Westerlund (2005) *Introduktion till ekonometri*

⁹⁶ Ibid

Nedan redovisas test gjorda på regressionerna 1-3 ovan för att se huruvida de olika antagandena är uppfyllda i respektive regression. Det som testas är om Multikolinjäritet, Heteroskedasticitet, Autokorrelation samt Normalitet råder.

5.3.1 Multikolinjäritet

Ett av antagandena som multipel regressionsanalys bygger på är att de olika förklarande variablerna inte får utgöra exakta linjära kombinationer av varandra, så kallad perfekt kolinjäritet.⁹⁷ Däremot är det inte fel att ha med förklarande variabler som är korrelerade med varandra.⁹⁸ Problemen som multikolinjäritet kan innebära är att det kan bli svårt att skilja på två variabler och precisera vad och vilken som egentligen påverkar den beroende variabeln.

För att upptäcka eventuell multikolinjäritet tittar man ofta på korrelationen mellan de olika variablerna i modellen. Om korrelationen mellan två variabler är högre än 0,8 bör man göra någonting åt detta. Är de perfekt korrelerade tar man helt enkelt bort någon av de berörda variablerna.⁹⁹ När man studerar korrelationsmatrisen för samtliga variabler så finner man att korrelationen mellan variablerna *Företagets Nettoomsättning* och *antalet anställda* är 0,93¹⁰⁰ vilket är väldigt nära perfekt korrelation. Detta löser sig dock naturligt då variabeln *Antalet anställda* sedan försvinner i regression 2 och 3.

Något som är viktigt att diskutera är det faktum att variablerna *Företagets nettoomsättning* och *Implementering av koden* är mycket beroende av varandra. Detta är ett problem med denna studie och har redan beskrivits i urvalsavsnittet. Problemet med dessa två är att det är just de till marknadsvärdet största företagen som är tvingade att implementera koden. Nettoomsättningen i vår undersökning är den variabel som representerar storleken på ett företag. Korrelationen mellan variablerna *Företagets nettoomsättning* och *Implementering av koden* är i denna studie 0,69¹⁰¹, vilket dock är mindre än den kritiska gränsen på 0,8 varför vi väljer att inte förändra något i studien. Dock har försök gjorts att byta storleksvariabel men det har varken givit en lägre korrelation eller bättre förklaringsgrad och signifikansnivå. De

⁹⁷ Westerlund (2005) *Introduktion till ekonometri*

⁹⁸ Verbeek (2004) *A Guide to Modern Econometrics*

⁹⁹ Westerlund (2005) *Introduktion till ekonometri*

¹⁰⁰ Se bilaga 2

¹⁰¹ Se bilaga 2

variabler som här testats är Balansomslutning respektive Marknadsvärde. Dessa är även delar av Tobins Q vilket skulle bidragit till andra besvärliga förhållanden variablerna emellan.

Något som också bör nämnas i diskussionen om multikolinjäritet är det faktum att en av branschvariablerna valts bort i regression 1. Då flera dummyvariabler används för en och samma kvalitativa variabel är det ett måste för att inte uppnå perfekt kolinjäritet mellan dummyvariablerna och interceptet att ta bort någon av dessa variabler ur regressionen.¹⁰² På så sätt har kolinjäritet i den regressionen undvikits.

5.3.2 Heteroskedasticitet

Ett annat antagande som bör vara uppfyllt när man genomför en multipel regression av typen OLS är att det ska föreligga homoskedasticitet. Homoskedasticitet innebär att slumptermen ε_i har samma varians för samtliga observationer(i). Om detta inte är fallet är ε_i heteroskedastisk och olika observationer kommer att ha olika varianser.¹⁰³

Då man använder sig av tvärsnittsdata, som får sägas är fallet i denna studie, så är det vanligt förekommande med olika varianser för de olika observationerna.¹⁰⁴ Den typ av data som samlats in till denna studie ger upphov till misstankar om heteroskedasticitet. Företag av olika storlek ingår i studien och information om företagen som exempelvis antal anställda och nettoomsättning är stora siffror och kan dessutom variera stort mellan de olika observationerna. Detta skulle kunna leda till att skillnaderna i den beroende variabeln blir svåra att härleda till vissa av de förklarande variablerna då skillnaderna i dessa är så pass stora. Som en följd av detta blir förklaringsgraden i regressionerna mindre.

För att försöka undvika så stor del som möjligt av det som beskrevs i föregående stycke så använder vi oss i denna studie av den naturliga logaritmen av de olika observationernas värde när det gäller antal anställda, ålder och nettoomsättning. Detta gör att materialet komprimeras för att kunna göra skillnaderna mer överskådliga och hanterbara vid en regressionsanalys.

Slutligen korrigerar vi även för eventuell heteroskedasticitet genom att använda oss av en funktion i programmet där vi utför våra regressioner. Funktionen heter ”White

¹⁰² Ramanathan (2002) *Introductory Econometrics with Applications*

¹⁰³ Westerlund (2005) *Introduktion till Ekonometri*

¹⁰⁴ Verbeek (2004) *A Guide to Modern Econometrics*

Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance” och den innebär att man ersätter formeln för OLS-estimatorns varians-kovariansmatris med den, enligt White¹⁰⁵, korrekta formeln.¹⁰⁶ Skulle det vara så att homoskedasticitet råder så innebär det ingenting för resultatet då Whites estimator då är lika med den vanliga OLS-estimatorn.¹⁰⁷

5.3.3 Autokorrelation

Ytterligare ett antagande som görs för sådana regressioner som denna studie presenterar är att de olika observationerna (och dess slumpterm ϵ_i), är oberoende av varandra och att kovariansen mellan dem är 0. Att detta inte är uppfyllt är något som är vanligt främst vid analys av tidsseriedata, då en händelse inte bara påverkar en observation utan resultatet av den påverkar även kommande observationer i serien. Detta kallas autokorrelation.¹⁰⁸

I denna studie är det tvärsnittsdata som används vilket borde tyda på att ingen autokorrelation föreligger. Men dock är det så att vi har inkluderar parvisa observationer för de utvalda företagen, år 2005 och 2006 med vissa undantag. Detta gör vi för att utöka antalet observationer i studien. Detta innebär att dessa data även till viss del kan ses som tidsseriedata om än bara som en väldigt kort tidsserie. Resultatet blir att respektive observationspar kan tänkas vara beroende av varandra. För att försvara detta bör sägas att det aldrig varit tal om att göra någon jämförelse över tid utan varje observation ska ses som en separat sådan.

¹⁰⁵ White (1980) *A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity*

¹⁰⁶ Verbeek (2004) *A Guide to Modern Econometrics*

¹⁰⁷ Westerlund (2005) *Introduktion till Ekonometri*

¹⁰⁸ Ibid

Ovanstående får likväl effekt på Durbin-Watson's test, som automatiskt görs när man genomför en regression i de program som använts vid regressionerna. För att kontrollera effekten av de parvisa observationerna har också Durbin-Watson's test utförts på respektive års observationer. Värdena för de tre olika regressionerna redovisas nedan:

Durbin-Watson's test			
Regression nr	Observationer		
	Samtliga	2005	2006
1	1,36	2,07	1,92
2	1,33	2,02	1,9
3	1,36	2,04	1,89

Tabell 8 Durbin-Watson's test (Heteroskedasticitet)

Ett värde på Durbin-Watson's test som ligger nära 2 innebär att ingen autokorrelation förekommer. Är värdet däremot mycket mindre än 2 är detta en indikation på positiv autokorrelation.¹⁰⁹ Som man kan se i tabellen ovan så ligger värdena för de tre regressionerna väsentligt lägre än 2. Detta bör tyda på att viss autokorrelation råder mellan de observationer som är för samma företag men för två olika år. Separerar man istället observationerna och utför regressionen med samma variabler för respektive regressionsmodell för de två åren är värdena för testet väldigt nära det optimala testvärdet 2.

Med andra ord kan man konstatera att det i de tre regressionsmodellerna föreligger viss autokorrelation men att anledningen är identifierad. Detta stör inte studiens syfte då observationerna inte på något sätt analyseras parvis utan som enskilda fall.

Ett annat sätt att bearbeta eventuell autokorrelation är att korrigera för det i regressionsmodellerna på samma sätt som för heteroskedasticitet. I detta fall är det dock Newey-West's estimator som ska ersätta den vanliga OLS-estimatorns varians-kovariansmatris.¹¹⁰ Ett sådant förfarande är inte möjligt samtidigt som man korrigerar för heteroskedasticitet varför autokorrelation i denna studie testas genom Durbin-Watson's test.

¹⁰⁹ Verbeek (2004) *A Guide to Modern Econometrics*

¹¹⁰ Westerlund (2005) *Introduktion till Ekonometri*

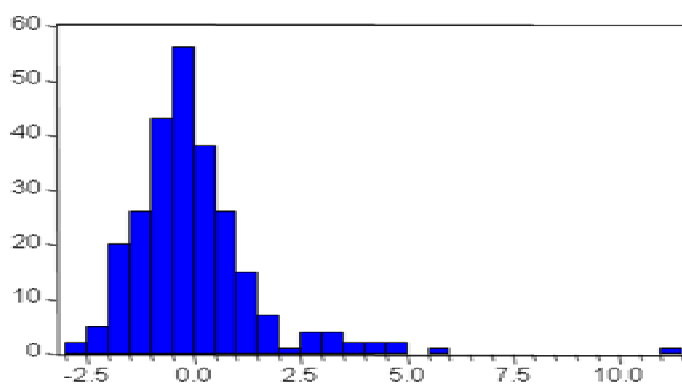
5.3.4 Normalitet

Det sista testet av studiens regressionsmodeller gäller antagandet om att slump termen ϵ_i , eller residualerna, som skall vara normalfördelade kring dess medelvärde, 0. Detta kallas normalitet och bör vara uppfyllt såvida inte stickprovet är tillräckligt stort. För att testa detta använder vi det så kallade Jarque-Bera-testet. Här kontrolleras om skevheten och toppigheten (kurtosis) av residualernas sannolikhetsfördelning liknar de för normalfördelningen. Skevheten mäter hur symmetrisk fördelningen för ϵ_i runt medelvärdet är medan kurtosis mäter toppigheten av feltermernas sannolikhetsfördelning. Dessa två parametrar ingår i formeln för Jarque-Bera-värdet.¹¹¹ Här nedan presenteras resultatet av normalitetstestet för de olika regressionsmodellerna.

Jarque-Bera-testet			
Regression nr	Skevhet	Kurtosis	Jarque-Bera-värde
1	2,59	16,94	2351
2	2,62	16,34	2182
3	2,58	16,58	2242

Tabell 8 Jarque-Bera-testet (Normalitet)

För att eventuellt kunna acceptera hypotesen att normalitet råder får vi jämföra Jarque-Bera-värdena med de kritiska värdena för 5 % signifikansnivå som är 5,991.¹¹² Utifrån detta kan man konstatera att det i de tre regressionsmodellerna inte kan sägas råda normalitet då värdena kraftigt överstiger det kritiska. Dock kan man ändå se på fördelningen av residualerna i histogrammet nedan att fördelningen av residualerna i *Regression 3* följer en normalfördelningskurva någorlunda väl. En anledning till att testen inte uppvisar normalitet kan bero på de uteliggare som studien innefattar.



Figur 5 Residualhistogram för Regression 3

¹¹¹ Westerlund (2005) *Introduktion till Ekonometri*

¹¹² Ibid

Att regressionsmodellerna inte uppfyller antagandet om normalitet betyder inte att regressionerna förlorar sin legitimitet. OLS-estimatoren är fortfarande den bästa skattningsmodellen så länge övriga antaganden efterföljs. Dock kan resultatet bli att signifikanstesterna blir något osäkra.¹¹³

¹¹³ Rawlings et al (1998) *Applied regression analysis*

6. Analys

I detta kapitel kommer vi att presentera vår analys som grundar sig i empirin från föregående kapitel samt vår teoretiska och praktiska referensram.

6.1 Generellt om resultaten

Som avsnittet med den deskriptiva statistiken visar i föregående kapitel så har de företag som tillämpar Svensk kod för bolagsstyrning ett lägre medelvärde för approximativt Tobins Q än de företag som ingår i studiens referensgrupp. Denna skillnad var dock inte statistiskt säkerställd vilket skulle kunna innebära att det därmed inte finns någon tillräckligt tydlig trend i förhållandet mellan de två grupperna och dess värden på Tobins Q. Men att dra några sådana slutsatser utan att se till övriga variabler är väl förhastat. Det är här skillnaderna mellan grupperna kommer in.

Den deskriptiva statistiken visar att de två grupperna skiljer sig väsentligt åt både vad det gäller storlek och ålder. De företag som tillämpar koden är i genomsnitt både äldre och större. Dessa två variabler korrelerar i hög utsträckning med varandra¹¹⁴, med andra ord, de äldre företagen i studien tenderar också att vara de större företagen. Höga värden på dessa två variabler borde leda till en lägre och mer förutsägbar värdering då äldre företag oftast agerar på en relativt mogen marknad, där tillväxten inte förväntas vara särskilt stor på marknaden som sådan, vilket leder till en lägre värdering av företagen. Att de mindre bolagen värderas högre beror då på det omvända resonemanget. Många av dessa bolag är högriskbolag och agerar på marknader som är svåra att göra prognoser för eller har ännu inte gått in på någon marknad. Värderingen av företaget blir därför betydligt svårare att göra och avvikelserna från medelvärdet blir större. Utifrån ovanstående resonemang bör gruppernas medelvärden för Tobins Q vara skilt från varandra då marknadsvärdet är en elementär del av formeln för Tobins Q.

¹¹⁴ Se bilaga 2

Den deskriptiva statistiken som diskuteras i första avsnittet angående studiens två gruppers medelvärden på Tobins Q samt det resonemang som förs i andra stycket går inte riktigt ihop. Att någon skillnad mellan studiens två grupper inte kunde påvisas trots att grupperna skiljer sig väsentligt åt enligt andra styckets resonemang visar på att andra faktorer måste påverka företagets approximativa Tobins Q. Detta visar även studien med den regressionsanalys som presenterats i empiriavsnittet.

6.2 Analys av regression och variabler

Analysens två inledande styckens motsägelser får sig dock en förklaring då resultaten angående den för denna studie intressanta variabel analyseras.

Studiens regression visar att vi kan påvisa att en implementering av Svensk kod för bolagsstyrning har en signifikant påverkan på ett företags approximativa Tobins Q. Nollhypotesen kan förkastas och den effekt på företagets värde som implementeringen av koden innebär är statistiskt säkerställd. Kodens påverkan på företagets värde är positivt, det vill säga ett företag som implementerat koden har ett högre värde på Tobins Q än ett företag som inte gjort det om allt annat är lika (*Ceteris Paribus*).

Den inverkan som storleken på företaget har på företagets marknadsvärde som vi talade om inledningsvis i analysen bekräftades även av regressionen. Vi kan med hjälp av denna studie påvisa att nettoomsättningen har en signifikant negativ påverkan på det approximativa Tobins Q.

Detta resultat förklarar varför de två respektive grupperna av företag inte har ett medelvärde på Tobins Q som med säkerhet kan sägas vara skilt från varandra. De företag som implementerat koden tenderar på grund av sin storlek (nettoomsättning) att ha ett lägre Tobins Q men då implementeringen av koden i sig påverkar värdet positivt så blir inte skillnaden grupperna emellan lika stor.

Med detta sagt kan vi konstatera att ett företags arbete med bolagsstyrning värdesätts av marknaden. Svårare är att dock att svara på hur sambandet ser ut. Detta understryks av att vi i

vår regression inte kan påvisa något samband mellan de enskilda bolagsstyrningsvariablerna *Antalet styrelseledamöter* respektive *Antalet utländska styrelseledamöter* och företags värde.

Att vi får ett resultat avseende styrelsens storlek och utländska styrelseledamöters inverkan som skiljer sig från tidigare studiers resultat kan ha ett antal olika förklaringar. Carter et al betonar vikten av att nå ut till en demografiskt mångfacetterad marknad. Detta kan tänkas vara viktigare för Amerikanska företag än för svenska dito, då exempelvis Latinamerikanska grupper utgör den viktigaste målgruppen i vissa delar av USA. Således kan en Styrelseledamot från en etnisk minoritet få en större betydelse för prestationen då man undersöker företag i USA.

Vi kan inte heller, som Oxelheim & Randøy¹¹⁵ gör i sin studie, påvisa ett samband mellan värdet och förekomsten av utländska styrelseledamöter. Oxelheim & Randøy anser att företaget genom att välja utländska styrelseledamöter signalerar en öppenhet för Angloamerikanska, betydligt striktare, bolagsstyrningssystem. En möjlig tolkning är att det sedan 2002, då deras studie presenterades, har skett en mer generell åtstramning av bolagsstyrningsregler i Sverige, bland annat just i form av Svensk kod för bolagsstyrning. Därmed skulle denna studie visa på att implementeringen av Svensk kod för bolagsstyrning, och det som kommit med denna (Bolagsstyrningsrapporter etc.), ger samma signaleringseffekt som de enskilda bolagsstyrningsvariablerna tidigare gett. Därmed fångas numera det ökade värdet istället upp av företag som implementerar Svensk kod för bolagsstyrning. Med andra ord kan vi säga att företagets värde enligt denna studie inte påverkas av skillnader i enskilda bolagsstyrningsvariabler utan av en genomgående god bolagsstyrning genom att implementera Svensk kod för bolagsstyrning.

Något annat som regressionen visar som bör diskuteras och analyseras är förklaringsgraden. I *Regression 1* förklaras skillnaderna i observationernas Tobins Q till 30,7 % av de inkluderade variablerna. Dock är det mer relevant att diskutera förklaringsgraden i den slutliga regressionen, *Regression 3*, då den inkluderar de variabler som faktiskt påvisar signifikans. Här är förklaringsgraden 29,1 %, vilket kan ses som en relativt låg andel. Denna studie kan alltså förklara 29,1 % av skillnaderna som föreligger observationerna emellan. Tidigare nämndes svårigheterna att påvisa vad det är inom bolagsstyrningen som egentligen påverkar

¹¹⁵ Oxelheim & Randoy (2002) *The impact of foreign board membership on firm value*

ett företags värde. Studiens förklaringsgrad visar att det även är väldigt svårt att härleda samtliga skillnader i ett företags Tobins Q. Men att kunna identifiera ungefär en tredjedel av skillnaderna med hjälp av denna studie är ändå en bra bit på väg och underlättar en företagsvärdering i form av dess approximativa Tobins Q.

6.3 Analys av koden ur ett internationellt perspektiv

Även om de koder och lagar för bolagsstyrning som vi undersökt har kommit till på liknande grunder finns det stora skillnader mellan de marknader där företag verkar. Således får även införandet av en kod eller lag olika effekter för företag i olika länder. Ett av syftena med införandet av Svensk kod för bolagsstyrning var att öka anseendet och trovärdigheten för svenskt näringsliv utomlands. Detta kan vara av större vikt för företag som verkar på en liten marknad som den svenska, då kapitalanskaffningen och kostnaden för främmande kapital kan vara kritisk för företags värdering.

Oxelheim och Randøy¹¹⁶ ser detta som en av de främsta anledningarna till att utländska styrelseledamöter kan påverka företags värde positivt. Vi har dock inte funnit något belägg för att utländska styrelseledamöter påverkar värdet positivt. Vi ser dock en positiv effekt i efterföljandet av koden. Det ligger således närmare till hands att, i likhet med Switzer, se den positiva påverkan som marknadens reaktion på förbättringen av bolagsstyrningen i sin helhet. Switzer påvisar en sådan effekt för Kanadensiska företag¹¹⁷ trots de höga kostnader som är förknippade med SOX regelverk¹¹⁸.

Med bakgrund av resultatet från dessa studier, och det faktum att även vi i vår studie har funnit att implementeringen av den svenska bolagsstyrningskoden påverkar företags värde positivt, går det inte heller att sia om huruvida det skiljer sig ur värderingssynpunkt att följa en lag som SOX eller en ”follow or comply kod” som den svenska bolagsstyrningskoden.

Det positiva sambandet mellan införandet av koden och företagens värde kan även peka på att styrningen innan implementeringen varit bristfällig. Den undersökning vi skrev om i kapitel 4

¹¹⁶ Oxelheim & Randøy (2002) *The Impact of foreign board membership on firm value*

¹¹⁷ Switzer (2007) *Corporate Governance, Sarbanes-Oxley, and Small-cap Firm Performance*

¹¹⁸ Sneller & Langendijk (2007) *SOX Section 404 costs of compliance: a case study*

av Bauer et al (2003)¹¹⁹ visade att företag i länder som tidigare haft få eller bristfälliga regler för bolagsstyrning reagerade positivt på införandet av hårdare regelverk. Med detta som bakgrund kan man hävda att den svenska bolagsstyrningen inte varit tillräcklig tidigare, men denna slutsats är svår att dra i det här skedet eftersom en stor del av de svenska företag som infört koden är multinationella bolag som exempelvis även är noterade i USA, och därmed sedan tidigare varit tvungna att följa hårdare regelverk som SOX. Först när samtliga svenska börsbolag skall följa den svenska bolagsstyrningskoden blir det intressant att göra en sådan bedömning av den svenska bolagsstyrningen eftersom man först då med säkerhet kan få ett tillräckligt stort urval med företag som inte tidigare arbetat med sin bolagsstyrning på detta sätt.

¹¹⁹ Bauer et al (2004) *Empirical evidence on corporate governance*

7. Slutsatser och förslag till vidare forskning

I detta kapitel kommer vi att presentera de slutsatser vi kommit fram till genom denna studie. Dessa slutsatser grundar sig på de resonemang vi förde i analyskapitlet. Slutligen kommer vi även ge förslag på vidare forskning.

7.1 Slutsatser

Som analysen konstaterade förklarar vår multipla regressionsanalys ungefär en tredjedel av skillnaderna mellan observationerna avseende Tobins Q. En högre förklaringsgrad hade naturligtvis varit att föredra för att dra ännu säkrare slutsatser, men det faktum att vi inte får en högre förklaringsgrad visar samtidigt hur komplext det är att uppskatta ett företags värde. Att dock kunna förklara så mycket som en tredjedel av skillnaderna anser vi vara tillräckligt för att dra tillförlitliga slutsatser ur resultatet.

Den första och givna slutsatsen vi kan dra av vår studie är att arbetet med bolagsstyrning är viktigt för företagets värde. Vår studie påvisar ett positivt samband mellan införandet av den svenska koden för bolagsstyrning och företagets värde. Trots de kostnader som åläggs företagen för implementering och efterföljande av koden tycks detta ändå vägas upp av det förbättrade förtroendet från marknaden som leder till en högre värdering. Då det mått på ett företags värde som i denna studie använts, Tobins Q, påverkas till stor del av marknadens värdering av företaget kan vi utifrån resultaten av studien konstatera att arbetet med bolagsstyrning verkligen värdesätts av marknaden och dess aktörer.

Vi kan inte utifrån vår studie dra några slutsatser kring huruvida en följ-eller-förklara kod är att föredra gentemot tvingande lagstiftning. Såväl vår studie om den svenska koden för bolagsstyrning som andra studier av bolag som tvingas följa SOX regelverk har visat på en liknande positiv effekt i värderingen av företag, och således betraktar vi både lagstiftning och rekommendationer som starka verktyg för att stärka förtroendet för näringslivet i olika länder.

Mer precist vad det är i bolagsstyrningskoden som ger den positiva effekten kommer vi inte dra några slutsatser om i denna studie. Vi har dock i föregående kapitel kritiserat några av de tidigare studier som gjorts på detta område och utifrån detta kunnat konstatera att det inte är dessa element som påverkar företagets värde positivt. Det är snarare det breda arbetet med företagets bolagsstyrning som ger den positiva effekten.

Vår studie pekar alltså på att det är satsningen på förbättrad bolagsstyrning i sin helhet som förbättrar svenska börsbolags anseende såväl utomlands som på den egna marknaden vilket torde leda till ett ökat värde på företaget.

7.2 Förslag till vidare forskning

Eftersom vi har påvisat ett positivt samband mellan implementeringen av koden och företagets approximativa Tobins Q vore det intressant att göra en kvalitativ undersökning om vilken eller vilka delar av koden det är som ger den positiva effekten. Vi har i vår studie inte kunnat stödja tidigare forskning på enskilda variabler i bolagsstyrningen som påvisat positiv relation till företagets värde, alltså måste det om man får lita till vår studie finnas något annat i koden som påverkar företagets värde positivt. En kvalitativ undersökning skulle kunna gå mer på djupet och fokusera på de enskilda delarna i koden med vår studie som underlag.

En annan intressant idé till vidare forskning är att göra en kvalitativ undersökning om kostnaderna för implementeringen av koden och för att följa den löpande. Vi har i arbetet med vår studie stött på flera internationella studier som fokuserar på detta, främst kostnaderna för att följa kraven på intern kontroll i Sarbanes and Oxley Act (SOX). Det vore intressant att se skillnader i kostnader mellan att följa en ”follow or comply kod” som den svenska koden är och en tvingande lag såsom SOX.

Slutligen tycker vi att det vore intressant att göra en liknande kvantitativ undersökning, som den vi har gjort, om tre till fyra år. Då kommer samtliga svenska börsbolag ha implementerat koden och arbetat med den i minst två år. Det skulle ge en möjlighet att göra en tidsserieanalys och undersöka om implementeringen av koden har påverkat företagets Tobins Q positivt även för de mindre bolagen.

Referenslista

Publicerade källor

- Andersen, I (1998), *Den uppenbara verkligheten*, Studentlitteratur, Lund
- Bryman, A & Bell, E (2003) *Företagsekonomiska forskningsmetoder*, Liber Ekonomi, Malmö
- Djurfeldt, G, Larsson, R, Stjärnhagen, O, (2003) *Statistisk verktygslåda – samhällsvetenskaplig orsaksanalys med kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, Lund
- Durante, Faasth & Omeragic (2005) *Kvinnor i Styrelser – En värdeskapande resurs för företag på stockholmsbörsen?* Lund
- Gunnar Wall (2005) *Tidernas Största Bedrägerier*, Bokförlaget Semic, Sundbyberg
- Jacobsen, Dag Ingvar (2002) *Vad, hur och Varför; Om metodval i företagsekonomi och andra samhällsvetenskapliga ämnen*, Studentlitteratur, Lund
- Körner, S, Wahlgren, L, (2000) *Statistisk dataanalys*, Studentlitteratur, Lund
- Ramanathan, R, (2002) *Introductory Econometrics with Applications*, South Western, Ohio
- Rawlings, J, Pantula, S, Dickey, D, (1998) *Applied Regression Analysis – A Research Tool*, Springer-Verlag, New York
- Ryan, B, Scapens, R & Theobald, M (2002) *Research method and methodology in finance and accounting*, Thomson, London
- Statens Offentliga Utredningar (2004) SOU 2004:46
- Statens Offentliga Utredningar (2004) SOU 2004:47
- Statens Offentliga Utredningar (2004) SOU 2004:130
- Svensk Kod för Bolagsstyrning (2004) ISBN: 91-38-22291-4
- Verbeek, M, (2004) *A Guide to Modern Econometrics*, John Wiley & Sons Ltd, West Sussex
- Westerlund, J, (2005) *Introduktion till ekonometri*, Studentlitteratur, Lund

Tidsskrifter

- Bauer, R., Guenster, N. & Otten, R. (2004) *Empirical evidence on corporate governance in Europe; The effect on stock returns, firm value and performance*, Journal of Asset Management, Vo. 5, no. 2 pp. 91-104

Carter, D. A., Simkins, B. J & Simpson, E. G. (2003) *Corporate Governance, Board Diversity and Firm Value*, The Financial Review, no. 38, pp.33-53, Oklahoma State University

Chhaochharia and Grinstein (2007) *Corporate Governance and Firm Value: The Impact of the 2002 Governance Rules*, The Journal of Finance, Vo. LXII, no .4

Chung & Pruitt (1994) *A simple approximation of Tobins Q*, Financial Management, Vo. 23, no, 3, pp. 70-75

Chung & Wright (1998) *Corporate Policy and Market Value – A q-theory Approach*, Review of Quantitative Finance and Accounting, Vo. 11, no. 3, pp. 293-310

Dagens Industri, *Mats Qviberg kritisk till koden för bolagsstyrning*, 2007-09-25

Dagens Industri, *Trendbrott för kvinnor som styrelseordförande*, 2007-06-05

Dagens Nyheter, *Alla börsbolag ska styras enligt samma regelverk*, 2007-09-23

Dalton, C.M., & Dalton D. R. (2005) *Board of Directors: Utilizing empirical evidence in developing practical descriptions*, British Journal of Management, Vo. 16, no. 1, pp. 91-97

Jensen (1993) *The Modern Industrial Revolution, exit, and the failure of internal control*, Journal of Finance, Vo. 48, no. 3, pp. 831-880

Lipton, M. & Lorch, J. W. (1992) *A modest proposal for improved corporate governance*, The Business Lawyer, Vo. 48, no. 1, pp 59-78

Morgenstern, M. (2007) *Sarbanes-Oxley's Subtle Disclosure Costs*, Insights; The Corporate and Securities Law Advisor, Vo. 21, no. 1 pp. 2-8

Navissi, F. & Naiker, V. (2006) *Institutional ownership & corporate value*, Managerial Finance, Vol. 32, no. 3, pp. 247-256

Oxelheim, L. & Randøy, T. (2002) *The Impact of foreign board membership on firm value*, Journal of Banking and Finance, Vo. 27, no. 12, pp. 2369-2392

Shrader C. B., Blackburn, V. B. & Iles, P. (1997) *Woman in management and firm financial performance: An exploratory study*, Journal of Managerial Issues, Vo. 9, no. 3, pp. 355-372

Sneller, L., & Langendijk, H. (2007) *Sarbanes Oxley Section 404 Costs of Compliance: a case study*, Corporate Governance, Vo. 15 no. 2 pp. 101

Switzer, L. N. (2007) *Corporate Governance, Sarbanes-Oxley and Small Cap-firm Performance*, The Quarterly Review of Economics and Finance, Vo. 47, pp. 651-666

Veckans Affärer, *Kod för värdeförstöring*, 2007-01-18

White (1980) *A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity*, Econometrica Vo. 48, pp. 817-838

Yermack (1996) *Higher market valuation of companies with a small board of directors*, Journal of Financial Economics, Vo. 40, no. 2, pp. 185-211

Elektroniska källor

Dagens Industri, *Ny lag om kvotering rycker närmare*, 2005-11-21, www.di.se

Dagens Industri, *Kvoteringsboom i EU*, 2007-04-30, www.di.se

Dagens Industri, *Mångfald sänker lönsamheten*, 2005-10-13, www.di.se

Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Kodbarometern 2005-2006*, www.bolagsstyrning.se

Sammanfattning av Combined Code, www.accountingweb.co.uk , 2007-12-20

Databasen Datastream

Bilaga 1 Företag inkluderade i studien

1.1 Företag som tillämpar Svensk kod för bolagsstyrning

Alfa Laval AB	Modern Times Group MTG AB
ASSA ABLOY AB	Munters AB
Atlas Copco AB	NCC AB
Axfood AB	New Wave Group AB
Axis AB	NIBE Industrier AB
Beijer AB, G & L	Nobia AB
Bergman & Beving AB	Peab AB
Billerud AB	Pergo AB
Boliden AB	Q-Med AB
Broström AB	SAAB AB
Capio AB	Sandvik AB
Cardo AB	SAS AB
Clas Ohlson AB	SCANIA AB
Cloetta Fazer AB	Scribona AB
Electrolux, AB	Seco Tools AB
Elekta AB	Securitas AB
Eniro AB	Skanska AB
Ericsson, Telefonab. L M	SKF, AB
Getinge AB	SkiStar AB
Gunnebo AB	SSAB Svenskt Stål AB
Hakon Invest AB	SWECO AB
Haldex AB	Swedish Match AB
Hennes & Mauritz AB, H & M	Svenska Cellulosa AB SCA
Hexagon AB	Tele2 AB
Holmen AB	Telelogic AB
Höganäs AB	TeliaSonera AB
Indutrade AB	Ticket Travel Group AB
Intrum Justitia AB	TradeDoubler AB
Karlshamns AB	Trelleborg AB
Lindex, AB	WM-data AB
Lundin Petroleum AB	Volvo, AB
Meda AB	Ångpanneföreningen, AB
Micronic Laser Systems AB	

1.2 Företag som inte tillämpar Svensk kod för bolagsstyrning

Active Biotech AB	LB Icon AB
Addtech AB	Medivir AB
Anoto Group AB	Mekonomen AB
Aspiro AB	Midway Holding AB
Ballingslöv International AB	Nefab AB
Beijer Alma AB	Net Insight AB
Beijer Electronics AB	NOCOM AB
Bilia AB	Nolato AB
Biotage AB	NOTE AB
Bong Ljungdahl AB	Närkes Elektriska AB
Boss Media AB	Observer AB
BTS Group AB	OEM International AB
Cash Guard AB	Orc Software AB
Concordia Maritime AB	Orexo AB
Elanders AB	PartnerTech AB
Enea AB	Pricer AB
Fagerhult, AB	Proffice AB
Fenix Outdoor AB	RaySearch Laboratories AB
Gambro AB	ReadSoft AB
Glocalnet AB	Rederi AB Transatlantic
Gunnebo Industrier AB	RNB Retail and Brands AB
Hemtex AB	Rottneros AB
HiQ International AB	ScanMining AB
HL Display AB	SECTRA AB
IBS AB	Semcon AB
Industrial & Financial Systems, IFS AB	Sensys Traffic AB
Intentia International AB	Sigma AB
JC AB	Studsvik AB
KABE Husvagnar AB	Svedbergs i Dalstorp AB
Karo Bio AB	Teleca AB
Karolin Machine Tool AB	Teligent AB
Know IT AB	VBG AB
Lagercrantz Group AB	Wilh. Sonesson AB

Bilaga 2 Korrelationsmatris

		Verks. År	Impl. av koden	Antal styr.led.	Antal utl. Styr.led.	Företagets ålder (LN)	Antal anställda (LN)	Omsättning Mkr (LN)	Tobins Q	Health Care	Information Technology	Industrials	Consumer Staples	Consumer Discretionary	Materials	Energy	Telecom. Services
Verk. År	Pearson Correlation	1	0,004	0,003	0,003	0,026	0,028	0,038	0,052	-0,018	-0,002	0,012	0,006	0,000	0,007	0,004	-0,024
	Sig. (2-tailed)		0,952	0,963	0,957	0,685	0,655	0,545	0,412	0,775	0,979	0,850	0,923	0,998	0,910	0,946	0,698
Impl. Av koden	Pearson Correlation	0,004	1	,448(**)	,205(**)	,213(**)	,606(**)	,688(**)	-0,095	-0,079	-,356(**)	,176(**)	,149(*)	0,035	,130(*)	0,052	0,085
	Sig. (2-tailed)	0,952		0,000	0,001	0,001	0,000	0,000	0,130	0,207	0,000	0,005	0,017	0,578	0,037	0,405	0,174
Antal styr.led.	Pearson Correlation	0,003	,448(**)	1	,306(**)	,364(**)	,689(**)	,637(**)	-,223(**)	-0,087	-,320(**)	,195(**)	0,073	0,039	,219(**)	-0,073	0,010
	Sig. (2-tailed)	0,963	0,000		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,167	0,000	0,002	0,244	0,537	0,000	0,247	0,878
Antal utl. Styr.led.	Pearson Correlation	0,003	,205(**)	,306(**)	1	0,038	,323(**)	,362(**)	-0,119	0,016	0,034	0,001	-0,054	-0,087	-0,097	0,094	,229(**)
	Sig. (2-tailed)	0,957	0,001	0,000		0,542	0,000	0,000	0,058	0,803	0,588	0,993	0,387	0,166	0,122	0,136	0,000
Företagets ålder (LN)	Pearson Correlation	0,026	,213(**)	,364(**)	0,038	1	,473(**)	,436(**)	-,285(**)	-,251(**)	-,317(**)	,405(**)	0,002	0,049	0,110	-,133(*)	-0,036
	Sig. (2-tailed)	0,685	0,001	0,000	0,542		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,973	0,437	0,080	0,034	0,567
Antal anställda (LN)	Pearson Correlation	0,028	,606(**)	,689(**)	,323(**)	,473(**)	1	,930(**)	-,387(**)	-,228(**)	-,310(**)	,378(**)	0,015	0,038	0,080	,164(**)	0,081
	Sig. (2-tailed)	0,655	0,000	0,000	0,000	0,000		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,817	0,544	0,202	0,009	0,195
Omsättning Mkr (LN)	Pearson Correlation	0,038	,688(**)	,637(**)	,362(**)	,436(**)	,930(**)	1	-,409(**)	-,293(**)	-,326(**)	,287(**)	0,055	0,082	,141(*)	-0,045	,175(**)
	Sig. (2-tailed)	0,545	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		0,000	0,000	0,000	0,000	0,382	0,194	0,024	0,472	0,005
Tobins Q	Pearson Correlation	0,052	-0,095	-,223(**)	-0,119	-,285(**)	-,387(**)	-,409(**)	1	,279(**)	,158(*)	-,260(**)	-0,050	0,073	-0,103	-0,054	-0,063
	Sig. (2-tailed)	0,412	0,130	0,000	0,058	0,000	0,000	0,000		0,000	0,011	0,000	0,424	0,247	0,100	0,394	0,314
Health Care	Pearson Correlation	-0,018	-0,079	-0,087	0,016	-,251(**)	-,228(**)	-,293(**)	,279(**)	1	-,190(**)	-,236(**)	-0,072	-,133(*)	-0,083	-0,050	-0,046
	Sig. (2-tailed)	0,775	0,207	0,167	0,803	0,000	0,000	0,000	0,000		0,002	0,000	0,254	0,034	0,184	0,426	0,469
Information Technology	Pearson Correlation	-0,002	-,356(**)	-,320(**)	0,034	-,317(**)	-,310(**)	-,326(**)	,158(*)	-,190(**)	1	-,433(**)	-,131(*)	-,243(**)	-,153(*)	-0,092	-0,084
	Sig. (2-tailed)	0,979	0,000	0,000	0,588	0,000	0,000	0,000	0,011	0,002		0,000	0,036	0,000	0,015	0,144	0,183
Industrials	Pearson Correlation	0,012	,176(**)	,195(**)	0,001	,405(**)	,378(**)	,287(**)	-,260(**)	-,236(**)	-,433(**)	1	-,163(**)	-,302(**)	-,189(**)	-0,114	-0,104
	Sig. (2-tailed)	0,850	0,005	0,002	0,993	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000		0,009	0,000	0,002	0,070	0,099
Consumer Staples	Pearson Correlation	0,006	,149(*)	0,073	-0,054	0,002	0,015	0,055	-0,050	-0,072	-,131(*)	-,163(**)	1	-0,092	-0,057	-0,034	-0,031
	Sig. (2-tailed)	0,923	0,017	0,244	0,387	0,973	0,817	0,382	0,424	0,254	0,036	0,009		0,145	0,361	0,583	0,617
Consumer Discretionary	Pearson Correlation	0,000	0,035	0,039	-0,087	0,049	0,038	0,082	0,073	-,133(*)	-,243(**)	-,302(**)	-0,092	1	-0,107	-0,064	-0,058
	Sig. (2-tailed)	0,998	0,578	0,537	0,166	0,437	0,544	0,194	0,247	0,034	0,000	0,000	0,145		0,089	0,309	0,354
Materials	Pearson Correlation	0,007	,130(*)	,219(**)	-0,097	0,110	0,080	,141(*)	-0,103	-0,083	-,153(*)	-,189(**)	-0,057	-0,107	1	-0,040	-0,037
	Sig. (2-tailed)	0,910	0,037	0,000	0,122	0,080	0,202	0,024	0,100	0,184	0,015	0,002	0,361	0,089		0,523	0,561
Energy	Pearson Correlation	0,004	0,052	-0,073	0,094	-,133(*)	-,164(**)	-0,045	-0,054	-0,050	-0,092	-0,114	-0,034	-0,064	-0,040	1	-0,022
	Sig. (2-tailed)	0,946	0,405	0,247	0,136	0,034	0,009	0,472	0,394	0,426	0,144	0,070	0,583	0,309	0,523		0,727
Telecom. Services	Pearson Correlation	-0,024	0,085	0,010	,229(**)	-0,036	0,081	,175(**)	-0,063	-0,046	-0,084	-0,104	-0,031	-0,058	-0,037	-0,022	1
	Sig. (2-tailed)	0,698	0,174	0,878	0,000	0,567	0,195	0,005	0,314	0,469	0,183	0,099	0,617	0,354	0,561	0,727	

Bilaga 3 Stegvis regression i SPSS

3.1 Tillagda/borttagna variabler och Sammanfattning av modeller

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Omsättning Mkr (LN)	.	Forward (Criterion: Probabilit y-of- F-to-enter <= ,050)
2	Implementering av koden	.	Forward (Criterion: Probabilit y-of- F-to-enter <= ,050)
3	Typ av företag (Industrials)	.	Forward (Criterion: Probabilit y-of- F-to-enter <= ,050)
4	Typ av företag (Energy)	.	Forward (Criterion: Probabilit y-of- F-to-enter <= ,050)

a. Dependent Variable: Företagets approximativa Tobins Q

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,409 ^a	,167	,164	1,6391212
2	,482 ^b	,233	,226	1,5764376
3	,502 ^c	,252	,243	1,5589507
4	,516 ^d	,266	,254	1,5476050

- a. Predictors: (Constant), Omsättning Mkr (LN)
- b. Predictors: (Constant), Omsättning Mkr (LN), Implementering av koden
- c. Predictors: (Constant), Omsättning Mkr (LN), Implementering av koden, Typ av företag (Industrials)
- d. Predictors: (Constant), Omsättning Mkr (LN), Implementering av koden, Typ av företag (Industrials), Typ av företag (Energy)

3.2 ANOVA och siffror för respektive variabel i respektive regressionsmodell

ANOVA^e

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	136,259	1	136,259	50,716	,000 ^a
	Residual	679,740	253	2,687		
	Total	815,999	254			
2	Regression	189,740	2	94,870	38,175	,000 ^b
	Residual	626,259	252	2,485		
	Total	815,999	254			
3	Regression	205,987	3	68,662	28,252	,000 ^c
	Residual	610,012	251	2,430		
	Total	815,999	254			
4	Regression	217,228	4	54,307	22,674	,000 ^d
	Residual	598,770	250	2,395		
	Total	815,999	254			

- a. Predictors: (Constant), Omsättning Mkr (LN)
 b. Predictors: (Constant), Omsättning Mkr (LN), Implementering av koden
 c. Predictors: (Constant), Omsättning Mkr (LN), Implementering av koden, Typ av företag (Industrials)
 d. Predictors: (Constant), Omsättning Mkr (LN), Implementering av koden, Typ av företag (Industrials), Typ av företag (Energy)
 e. Dependent Variable: Företagets approximativa Tobins Q

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	5,332	,452		11,783	,000
	Omsättning Mkr (LN)	-,394	,055	-,409	-7,122	,000
2	(Constant)	6,565	,510		12,873	,000
	Omsättning Mkr (LN)	-,627	,073	-,651	-8,566	,000
	Implementering av koden	1,261	,272	,353	4,639	,000
3	(Constant)	6,413	,508		12,630	,000
	Omsättning Mkr (LN)	-,583	,074	-,605	-7,826	,000
	Implementering av koden	1,240	,269	,347	4,609	,000
	Typ av företag (Industrials)	-,553	,214	-,147	-2,586	,010
4	(Constant)	6,540	,507		12,888	,000
	Omsättning Mkr (LN)	-,596	,074	-,619	-8,041	,000
	Implementering av koden	1,305	,269	,365	4,857	,000
	Typ av företag (Industrials)	-,600	,213	-,160	-2,813	,005
	Typ av företag (Energy)	-1,403	,648	-,119	-2,167	,031

- a. Dependent Variable: Företagets approximativa Tobins Q

3.3 Exkluderade variabler

Excluded Variables^e

Model	Beta In	t	Sig.	Partial Correlation	Collinearity Statistics		
					Tolerance		
1	Implementering av koden	,353 ^a	4,639	,000	,280	,527	
	Antalet styrelseledamöter	,064 ^a	,856	,393	,054	,594	
	Antalet utländska styrelseledamöter	,033 ^a	,537	,592	,034	,869	
	Företagets ålder (LN)	-,132 ^a	-2,082	,038	-,130	,810	
	Antalet anställda (LN)	-,050 ^a	-,320	,749	-,020	,135	
	Typ av företag (Health Care)	,174 ^a	2,945	,004	,182	,914	
	Typ av företag (Information Technology)	,028 ^a	,458	,648	,029	,893	
	Typ av företag (Industrials)	-,155 ^a	-2,625	,009	-,163	,918	
	Typ av företag (Consumer Staples)	-,028 ^a	-,484	,629	-,030	,997	
	Typ av företag Consumer Discretionary)	,107 ^a	1,866	,063	,117	,993	
	Typ av företag (Materials)	-,047 ^a	-,803	,423	-,051	,980	
	Typ av företag (Energy)	-,072 ^a	-1,259	,209	-,079	,998	
	Typ av företag (Telecommunication Services)	,008 ^a	,142	,887	,009	,970	
	2	Antalet styrelseledamöter	,058 ^b	,807	,421	,051	,594
Antalet utländska styrelseledamöter		,051 ^b	,862	,390	,054	,865	
Företagets ålder (LN)		-,096 ^b	-1,554	,121	-,098	,795	
Antalet anställda (LN)		,037 ^b	,244	,808	,015	,133	
Typ av företag (Health Care)		,131 ^b	2,254	,025	,141	,886	
Typ av företag (Information Technology)		,083 ^b	1,393	,165	,088	,861	
Typ av företag (Industrials)		-,147 ^b	-2,586	,010	-,161	,917	
Typ av företag (Consumer Staples)		-,069 ^b	-1,231	,219	-,077	,974	
Typ av företag Consumer Discretionary)		,114 ^b	2,080	,039	,130	,992	
Typ av företag (Materials)		-,059 ^b	-1,053	,294	-,066	,978	
Typ av företag (Energy)		-,103 ^b	-1,863	,064	-,117	,985	
Typ av företag (Telecommunication Services)		,021 ^b	,373	,710	,024	,967	
3		Antalet styrelseledamöter	,061 ^c	,860	,390	,054	,594
		Antalet utländska styrelseledamöter	,034 ^c	,571	,569	,036	,853
	Företagets ålder (LN)	-,050 ^c	-,772	,441	-,049	,712	
	Antalet anställda (LN)	,176 ^c	1,115	,266	,070	,120	
	Typ av företag (Health Care)	,110 ^c	1,873	,062	,118	,862	
	Typ av företag (Information Technology)	,028 ^c	,437	,663	,028	,731	
	Typ av företag (Consumer Staples)	-,098 ^c	-1,757	,080	-,110	,941	
	Typ av företag Consumer Discretionary)	,075 ^c	1,285	,200	,081	,877	
	Typ av företag (Materials)	-,099 ^c	-1,747	,082	-,110	,921	
	Typ av företag (Energy)	-,119 ^c	-2,167	,031	-,136	,974	
	Typ av företag (Telecommunication Services)	-,003 ^c	-,049	,961	-,003	,941	
	4	Antalet styrelseledamöter	,052 ^d	,742	,459	,047	,592
		Antalet utländska styrelseledamöter	,049 ^d	,832	,406	,053	,842
		Företagets ålder (LN)	-,062 ^d	-,964	,336	-,061	,707
Antalet anställda (LN)		,079 ^d	,479	,633	,030	,109	
Typ av företag (Health Care)		,097 ^d	1,661	,098	,105	,852	
Typ av företag (Information Technology)		,008 ^d	,128	,898	,008	,716	
Typ av företag (Consumer Staples)		-,108 ^d	-1,932	,055	-,122	,936	
Typ av företag Consumer Discretionary)		,063 ^d	1,084	,279	,069	,868	
Typ av företag (Materials)		-,108 ^d	-1,911	,057	-,120	,917	
Typ av företag (Telecommunication Services)		-,006 ^d	-,105	,916	-,007	,940	

a. Predictors in the Model: (Constant), Omsättning Mkr (LN)

b. Predictors in the Model: (Constant), Omsättning Mkr (LN), Implementering av koden

c. Predictors in the Model: (Constant), Omsättning Mkr (LN), Implementering av koden, Typ av företag (Industrials)

d. Predictors in the Model: (Constant), Omsättning Mkr (LN), Implementering av koden, Typ av företag (Industrials), Typ av företag (Energy)

e. Dependent Variable: Företagets approximativa Tobins Q

Bilaga 4. Deskriptiv statistik kvantitativa variabler i Regression 1-3

4.1 T-test för skillnad i de kvantitativa variablerna för observationerna

One-Sample Test

	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Företagets approximativa Tobins Q	19,540	254	,000	2,1932545	1,972210	2,414299
Antalet styrelseledamöter	57,247	254	,000	8,243	7,96	8,53
Antalet utländska styrelseledamöter	9,098	254	,000	,729	,57	,89
Företagets ålder	16,181	254	,000	50,529	44,38	56,68
Antalet anställda	5,753	254	,000	8203,106	5395,15	11011,06
Omsättning Mkr	6,917	254	,000	14636,396	10469,367	18803,425

4.2 T-test för skillnad i medelvärde mellan tillämpande företag och referensföretagen

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
Antalet styrelseledamöter	Equal variances assumed	5,820	,017	7,974	253	,000	2,057	,258	1,549	2,565
	Equal variances not assumed			7,967	241,537	,000	2,057	,258	1,548	2,565
Antalet utländska styrelseledamöter	Equal variances assumed	31,472	,000	3,328	253	,001	,523	,157	,214	,833
	Equal variances not assumed			3,322	208,928	,001	,523	,158	,213	,834
Företagets ålder	Equal variances assumed	3,924	,049	2,991	253	,003	18,397	6,150	6,285	30,508
	Equal variances not assumed			2,991	252,962	,003	18,397	6,150	6,285	30,508
Antalet anställda	Equal variances assumed	55,538	,000	5,282	253	,000	14324,229	2711,681	8983,886	19664,572
	Equal variances not assumed			5,262	126,994	,000	14324,229	2722,293	8937,299	19711,159
Omsättning Mkr	Equal variances assumed	99,323	,000	6,749	253	,000	26344,471	3903,4254	18657,12	34031,82
	Equal variances not assumed			6,723	126,571	,000	26344,471	3918,7537	18589,71	34099,23
Företagets approximativa Tobins Q	Equal variances assumed	4,689	,031	-1,519	253	,130	-,3400907	,2239116	-,7810589	,1008775
	Equal variances not assumed			-1,521	230,876	,130	-,3400907	,2236323	-,7807117	,1005304