



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Anders Österling

Reglering eller inte – En studie  
av effekterna av Svensk kod för  
bolagsstyrning med  
kompletterande finansiella  
styrinstrument

Examensarbete  
30 högskolepoäng

Handledare  
Christian Dahlman

Ämnesområde  
Rättsekonomi, förmögenhetsrätt

Termin  
9

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>2</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>3</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>4</b>
1.1 Introduktion	4
1.2 Syfte och frågeställning	5
1.3 Avgränsning	5
1.4 Metod och material	6
1.5 Disposition	7
<b>2 BAKGRUND</b>	<b>8</b>
2.1 Bolagsstyrning	8
2.2 Angloamerikansk bolagsstyrning	8
2.3 Europeisk bolagsstyrning	9
2.4 Svensk bolagsstyrning	10
<b>3 KODEN – REGLER OCH DISPOSITION</b>	<b>12</b>
3.1 Kodens syfte och mål	12
3.1.1 Kollegiet för svensk bolagsstyrning	12
3.1.2 Kodens målgrupp	13
3.2 Innehåll och disposition	14
3.2.1 Bolagsstämman	15
3.2.2 Valberedningen	16
3.2.3 Styrelsen	16
3.2.4 Ersättning till ledande befattningshavare	18
3.2.5 Revisionsutskott	19
3.2.6 Information om bolagsstyrning	20
3.3 Attityder till koden	21
<b>4 RÄTTSEKONOMI – DEFINITIONER OCH ANTAGANDEN</b>	<b>22</b>
4.1 The Economic man	22
4.1.1 Bakgrund - economic man	22

<b>4.2</b>	<b>Budgetrestriktion och indifferenskurvor</b>	<b>23</b>
<b>4.3</b>	<b>Indifferenskurvor och optimalt val</b>	<b>24</b>
<b>4.4</b>	<b>Val under osäkerhet och riskbenägenhet</b>	<b>26</b>
4.4.1	Olika preferenser för risk.	27
<b>4.5</b>	<b>Jämvikt på marknaden</b>	<b>28</b>
<b>4.6</b>	<b>Ekonomiska effektivitetsbegrepp</b>	<b>29</b>
<b>5</b>	<b>AKTIEBOLAGETS INTRESSEMOTSÄTTNINGAR</b>	<b>30</b>
<b>5.1</b>	<b>Teorier om företaget</b>	<b>30</b>
5.1.1	Nätverk av kontrakt	30
5.1.2	Property rights theory	31
5.1.3	Entrepreneur theory	32
<b>5.2</b>	<b>Agent- och principal teorin</b>	<b>33</b>
5.2.1	Asymmetrisk information	34
5.2.2	Adverse selection	35
5.2.3	Moral Hazard	36
5.2.4	Agentkostnader	36
<b>6</b>	<b>EG-RÄTT – PÅVERKAN OCH KONSEKVENER</b>	<b>38</b>
<b>6.1</b>	<b>Allmänt om EG-rätten</b>	<b>38</b>
<b>6.2</b>	<b>EG-rätt inom bolagsrättens område</b>	<b>39</b>
6.2.1	Kommissionens handlingsplan för en modernare bolagsrätt	40
<b>6.3</b>	<b>Ersättningpolicy för finanstjänstesektorn</b>	<b>41</b>
<b>7</b>	<b>ANALYS</b>	<b>42</b>
<b>7.1</b>	<b>Allmän analys</b>	<b>42</b>
7.1.1	Förtroendefrågan	43
7.1.2	Effektivitetsbegreppet	45
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>48</b>
	<b>RÄTTSFALLSFÖRTECKNING</b>	<b>52</b>

# Summary

This thesis aims to study the effects of the Swedish Code for Corporate Governance and other financial instruments on the Swedish stock market. After the audit scandals that were encountered in large American and European companies in the beginning of the 21st century, the Swedish government as well as EU's institutions, started to highlight the need to increase their supervision and control of the stock market. The purpose was to enhance transparency and strengthen share holders' powers over companies in order to create a better functioning market. In conformance with many other European countries Sweden introduced a code of conduct for large companies that were listed on the Stockholm Stock Exchange, the so called Swedish Code for Corporate Governance. It was first introduced in 2005 and since 2008 it is mandatory for all companies listed on the Nasdaq OMX Stockholm stock exchange and NMG Equity which today represents around 300 companies.

The Swedish Code for Corporate Governance functions in conjunction with other sets of rules on the capital market such as the Nasdaq OMX Stockholm rules for issuers and the Swedish Companies Act. One difference is that the former is according to self regulation and therefore outside of the normative power of the Swedish government whereas the companies act was implemented through regular constitutional provisions. On top of this come EU-regulations in the form of directives and recommendations. There has been a discussion in prevail *prépatoire* if Community Law accepts that directives and recommendations are implemented into Swedish Law through the Swedish Code of Corporate Governance or if it must be done through customary law regulations. The question is constitutionally complicated and can be crucial for the "Code's" future existence. This thesis will also give an introduction to Law and Economics whose theories are vital to understand in order to understand the mechanics behind an effectively functioning market.

This thesis will also explore different theories regarding the governance and development of firms. The main theory within company law is the Agent- and Principal Theory which, for example, is the leading theory behind the "Code". The Agent- and Principal Theory identifies a conflict of interests between the operative management of the firm and its stock holders. This conflict stems from the division of ownership and control and will eventually lead to the development of different goals, regarding a firm's future governance, between owners and management. There are also other theories relating to the governance of firms that have achieved different levels of recognition. These theories are important because they decide how one defines a company and are therefore essential for its future governance.

# Sammanfattning

Den här uppsatsen syftar till att studera effekterna av Svensk kod för bolagsstyrning och andra finansiella styrinstrument på den svenska aktiemarknaden. Efter de redovisningsskandaler som uppdagades i stora amerikanska och europeiska bolag i början av 2000-talet så började såväl den svenska regeringen som EU:s institutioner att fokusera på ökad kontroll och övervakning av kapitalmarknaden. Målet var att öka transparensen samt stärka aktieägarnas makt över bolagen för att skapa en bättre fungerande aktiemarknad. I likhet med många andra europeiska länder införde Sverige, år 2005, en uppförandekod för större svenska bolag som var noterade på Stockholmsbörsen, den s.k. Svensk kod för bolagsstyrning. Sedan 2008 är den obligatorisk för alla bolag noterade på Nasdaq OMX Stockholmsbörsen samt NMG Equity vilket idag motsvarar cirka 300 bolag.

Svensk kod för bolagsstyrning fungerar i samspel med andra regelverk på kapitalmarknaden, exempelvis Nasdaq OMX Stockholm regelverk för emittenter samt ABL med den skillnaden att de föregående är civilrättsliga inrättningar som inte råder under riksdagens normgivningsmakt medan ABL införts genom sedvanliga författningsbestämmelser. Förutom dessa tillkommer även EG-rätten i form av direktiv och rekommendationer. I förarbeten och andra författningsverk har det diskuterats om EG-rätten tillåter att direktiv och rekommendationer från EU:s institutioner implementeras genom att införas i Svensk kod för bolagsstyrning eller om det måste ske genom sedvanlig lagstiftning. Frågan är konstitutionellt komplicerad och kan vara avgörande för ”kodens” framtida funktion. Uppsatsen innehåller också ett rättsekonomiskt kapitel som redogör för den nutida mikroekonomiska teoribildningen. Dessa teoribildningar är viktiga eftersom de bidrar till förståelsen av hur man skapar en effektivt fungerande marknad.

Förutom ”koden” och andra finansiella styrinstrument behandlar denna uppsats också olika teorier angående företags uppkomst och styrning. Den dominerade teorin inom aktiebolagsrätten är agent- och principal teorin som exempelvis är den huvudsakliga teorin bakom Svensk kod för bolagsstyrning. Agent- och principal teorin identifierar en intressekonflikt mellan den operativa ledningen samt dess aktieägare. Denna konflikt härstammar från uppdelningen av ägande och kontroll i aktiebolagets organisation och leder till att principalen, aktieägarna och agenten, den operativa ledningen, utvecklar olika mål för den långsiktiga styrningen av bolaget. Det finns också andra teorier som har uppnått mer eller mindre erkännande som förklaringsmodell inom bolagsstyrningen. Teorierna är viktiga eftersom de avgör hur man identifierar ett företag och därmed är centrala för ett bolags framtida styrning.

# Förord

Jag skulle vilja rikta ett stort tack till min familj och då särskilt till min mamma Sonja som har varit ett ovärderligt stöd för mig under denna utbildning. Även min nyligen bortgångna pappa Hans har varit ett stort stöd under denna långa process. Trots att du inte fick vara med om min examinering, visste du att denna dag var nära förestående.

Jag skulle också vilja tacka mina studiekamrater under utbildningen. Det är för många för att nämna alla här men ett särskilt tack riktas till mina vänner Ola Espelund och Carl Johan Zimdahl. Ni har verkligen fullbordat min Lundavistelse.

Slutligen ett stort tack till min handledare Christian Dahlman för många goda råd.

# 1 Inledning

## 1.1 Introduktion

Den 1 juli 2005 infördes för första gången en kod för bolagsstyrning i svensk rätt. Initiativtagare var förtroendekommissionen som hade tillsatts av regeringen under 2002 med uppdraget att analysera behovet av åtgärder som skulle stärka förtroendet för det svenska näringslivet.<sup>1</sup> Bakgrunden var de många företagsskandaler som hade inträffat i USA och Europa. Det företag som något mer än annat kom att symbolisera näringslivets förtroendekris var energijätten Enron i USA. Enronkoncernen bestod av ca 3000 olika dotterbolag och partnerskap och med hjälp av dessa lyckades företagsledningen dölja mångmiljardförluster samtidigt som de tog ut stora summor pengar för personligt bruk. När bubblan slutligen kollapsade drog den även med sig en av världens största revisionsbyråer, Arthur Andersen i fallet. När sedan ett annat stort bolag, telekomjätten Worldcom rönt samma öde spred sig en smärre panik i finanssystemen i världen. Hur många liknande bolag fanns det i världen som väntade på att avslöjas? I USA antogs i rasande fart den s.k. Sarbanes – Oxley Act som beskrevs som den största förändringen av det amerikanska värdepapperssystemet sedan 1930-talet.<sup>2</sup> I Europa antog flera länder koder för uppträdande på finansmarknaden för att motverka liknande skandaler från att upprepas. I Sverige visade undersökningar att förtroendet för näringslivet hade sjunkit gentemot andra svenska institutioner under den senaste tioårsperioden. Förtroendekommissionen betonade just betydelsen av förtroende mellan näringslivets aktörer och allmänhet som väsentligt för fortsatt ekonomisk utveckling.<sup>3</sup> Tillsammans med ett antal näringslivsorganisationer bildade förtroendekommissionen den s.k. kodgruppen som fick i uppdrag att utreda behovet av en Svensk kod för bolagsstyrning (hädanefter koden). Ett förslag till kod presenterades i april 2004 och byggt på remissinstansernas synpunkter lades ett slutligt förslag fram i december samma år. Koden trädde därefter i kraft den 1 juli 2005 i och med att den inkluderades i OMX Nasdaq Stockholmsbörsens noteringsavtal för emittenter, (hädanefter Stockholmsbörsens noteringsavtal). Vid ikraftträdandet var den tvingande för bolag noterade på Stockholmsbörsens A- och O lista som uppnått ett marknadsvärde på tre miljarder kronor. Koden har sedan reviderats ett antal gånger sedan dess tillkomst, endera till följd av ny lagstiftning eller sedan praktisk tillämpning har belyst ett behov av förändring. I avvägningen av kodens utformning balanserar man mellan olika viktiga intressen, å ena sidan behovet av tydliga förutsägbara bestämmelser med syftet att skapa stabilitet på finansmarknaden och, å andra sidan, risken att skapa en dyr reglering som ger en stelhet i finanssystemet och enbart ger fler arbeten till

---

<sup>1</sup> SOU 2004:47.

<sup>2</sup> Ibid s. 103f.

<sup>3</sup> Ibid s. 13f.

jurister. Genom noggranna överväganden och praktisk erfarenhet har kodens företrädare försökt skapa ett regelsystem som balanserat dessa avväganden.<sup>4</sup> Koden har också till uppgift att skapa tydliga spelregler mellan aktiebolagets olika aktörer, exempelvis aktieägare, styrelse, revisorer m.m. Koden syftar aktivt till att aktieägarna ska få större inflytande och många regler har som mål att minska de informationsasymmetrier som finns inom aktiebolag.<sup>5</sup>

## 1.2 Syfte och frågeställning

Syftet med denna uppsats är att belysa kodens funktionalitet och om den har varit en effektiv reglering av den svenska finansmarknaden. Viss fokus kommer också att vara på det kompletterande regelverk som exempelvis Stockholmsbörsens noteringsavtal utgör. Detta gör jag för att visa en mer allsidig bild av de bolagsrättsliga styrningssystem som de flesta större svenska företag är skyldiga att följa. Jag kommer också att beröra vissa ämnesområden som är essentiella för en väl fungerande finansmarknad. Främst avsnittet om rättsekonomi kommer att ha en allmän karaktär som syftar till att bredda läsarens kunskap om hur man uppnår en effektivt fungerande marknadsekonomi. Jag kommer även att redogöra för en del kompletterande teorier om företagets uppkomst även om de i varierande grad har haft betydelse för kodens utformning. Den främsta teoribildningen som ligger till grund för koden är enligt min mening agent- och principal teorin.<sup>6</sup> Men agent- och principal teorin har gett upphov till flera efterföljande teorier som hämtat inspiration från dess materiel. Därför är det enligt min mening betydelsefullt att även belysa dessa. Slutligen kommer jag även visa på EG-rättens inflytande inom den svenska bolagsstyrningen.

Utifrån mitt syfte formulerar jag tre frågeställningar.

- Hur påverkar koden och övriga regelverk inom bolagsstyrningens område de svenska börsföretagen?
- Utgör dessa regelverk en effektiv reglering av de svenska företagen?
- Hur yttrar sig agent och principal teorin i förhållande till koden och de olika styrande funktioner som innefattas i ett aktiebolag?

## 1.3 Avgränsning

Den svenska modellen för normgivning inom bolagsrättens område är mångfacetterad. Lagar och regler utfärdas av EG:s institutioner, Riksdagen, Stockholmsbörsens noteringsavtal, samt Svensk kod för bolagsstyrning för

---

<sup>4</sup> SOU 2004:47 Bilaga, Ulla Reinius s.143ff.

<sup>5</sup> SOU 2004:46 s. 9.

<sup>6</sup> Se bl.a. SOU 2004:47 s. 165f.



att nämna de viktigaste. Dessa bestämmelser överlappar varandra i många hänseenden vilket innebär att det inte går att analysera ett regelverk utan att ta hänsyn till de andra. Exempelvis har EG:s redovisningsdirektiv från 2006 föranlett förändringar av Svensk kod för bolagsstyrning, samt inte mindre än tio lagar.<sup>7</sup> Att enbart studera den svenska koden för bolagsstyrning skulle därför vara verkningslöst och knappast ge grund för några långtgående slutsatser. Jag kommer därför att ta ett mer allmängripande grepp om den svenska bolagsstyrningen, men ändå ha koden som främsta analysobjekt. Vid analys av kodens bestämmelser kommer jag att komplettera med andra bestämmelser från finansiella styrinstrument som jag bedömer vara relevant i sammanhanget. Det avslutande kapitlet kommer dock främst beröra koden i syfte att ge grund till koncisa slutsatser.

## 1.4 Metod och material

Uppsatsens syfte och frågeställning ger en viss problematisk bild angående valet av rättslig metod. Till vissa delar torde det inte finnas någon möjlighet att utesluta traditionell källbundenhet, d.v.s. rättsdogmatisk metod. Detta gäller bl.a. de lagar, som (2005:551) aktiebolagslagen (hädanefter ABL) och förarbeten som finns inom kodens tillämpningsområde. Å andra sidan torde det vara omöjligt att besvara frågor om effektivitet på den svenska börsmarknaden utifrån traditionella rättskällor. Istället blir man tvungen att tillämpa rättsekonomisk teoribildning för att söka svar i dylika frågeställningar. En diskussion i sig är om man nödvändigtvis behöver upprätthålla en strikt uppdelning mellan de två disciplinerna. Bergström och Samuelsson menar att en eventuell fusion mellan de båda måste vara beroende utifrån vilken rätt det handlar om.<sup>8</sup> Inom aktiebolagsrätten finns mycket som talar för att det torde föreligga en någorlunda naturlig symbios mellan de båda disciplinerna. Exempelvis så uttrycks i 12 kap. 3 § tredje stycket ABL att aktiebolag har som ändamål att bereda aktieägarna vinst. En sådan övergripande princip borde rimligtvis tala för att man inte enbart kan söka gällande rätt i traditionella rättskällor utan att man också måste ta hänsyn till ekonomisk teori. Enligt min mening råder inget motsatsförhållande mellan de båda metoderna. Istället är aktiebolagsrätten en utmärkt plats att kombinera de båda, särskilt när det kommer till bolagsstyrning.

I de två första kapitlen har jag använt mig av doktrin samt de förarbeten som låg till grund för införandet av koden. Eftersom koden utgör ett civilrättsligt självreglerande organ så har jag även inhämtat information utanför de traditionella rättskällorna. Exempelvis har Kollegiet för svensk bolagsstyrning och Stockholmsbörsens noteringsavtal varit en riklig källa för information. De två nämnda institutionerna innehar dock hög trovärdighet, exempelvis är Kollegiet för svensk bolagsstyrning

---

<sup>7</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv (EG) nr 2006/43. Se även Prop. 2008/09:135.

<sup>8</sup> Bergström & Samuelsson, 2001 s. 17f.

förvaltningsorgan för koden och tillsattes efter förslag från förtroendekommissionen.<sup>9</sup> EG-rätten har också utgjort en central rättskälla vilket får anses naturligt p.g.a. att stora delar av den svenska bolagsrätten bygger på direktiv och rekommendationer från rådet och Europaparlamentet respektive Europeiska kommissionen.

## 1.5 Disposition

Kapitel två innehåller en mindre komparativ jämförelse av bolagsstyrningen i västvärlden vilket ska tjäna till att öka förståelsen av ämnet. Kapitlets huvudsakliga mål är att ge en introduktion i ämnet bolagsstyrning och förklara dess essentiella struktur. Tredje kapitlet behandlar koden utifrån mitt syfte och frågeställning med uppsatsen. Fjärde kapitlet handlar om rättsekonomi och de mekanismer som är centrala i skapandet av en effektiv marknad. Femte kapitlet tar upp den de intressekonflikter som existerar i aktiebolag och vars grundläggande teoribildning utgörs av agent- och principal teorin. I kapitlet redogörs också för andra teoribildningar som är relevanta inom bolagsstyrningen. Sjätte kapitlet behandlar EG-rättens påverkan, vilket kommer att redogöras för genom, dels en historisk tillbakablick och dels en titt på framtida regleringar. Kapitel sju utgörs av en analys.

---

<sup>9</sup> SOU 2004:47 s. 174.

## 2 Bakgrund

### 2.1 Bolagsstyrning

Svensk kod för bolagsstyrning (hädanefter benämnd koden) introducerades år 2005 genom ett civilrättsligt avtal för vissa större företag som var noterade på Stockholms fondbörs. I takt med att koden har visat sig vara en framgång<sup>10</sup> har dess tillämpning successivt ökat till att numera omfatta alla bolag noterade på OMX Nordic Exchange Stockholm och NMG Equity. Koden är ett inslag av s.k. corporate governance oftast översatt till bolagsstyrning på svenska, alt ägarstyrning eller företagsstyrning. Under senare år har översättningen bolagsstyrning vunnit allt mer allmän acceptans.<sup>11</sup> Någon riktigt klar allmän definition vad bolagsstyrning egentligen innebär existerar inte. Ämnet får betecknas som komplext och olika definitioner finns utifrån olika ägarperspektiv.<sup>12</sup> Den kanske mest erkända kommer från OECD:s principer för corporate governance från 1999.

*"Corporate governance involves a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined."*

Lite förenklat fokuserar bolagsstyrning på separationen av ägande och kontroll och agent- principalproblematiken mellan dess olika beslutnivåer. Den svenska bolagsstyrningen har som mål att skapa en tydlig arbetsfördelning mellan aktiebolagets centrala parter; ägare, styrelse och verkställande ledning samt att säkerställa att företagen uppfyller ägarnas krav på avkastning av investerat kapital.<sup>13</sup>

### 2.2 Angloamerikansk bolagsstyrning

Bolagsstyrning började utvecklas i USA under slutet av 1980-talet som en reaktion mot en rad strategiska felbeslut av företagsledningar. Ägarförhållandena i amerikanska aktiebolag hade under denna tid börjat förändras från att ha varit dominerad av förmögna individer och familjer till

---

<sup>10</sup> 2009 års Årsrapport från kollegiet för svensk bolagsstyrning, S 10.

[http://www.bolagsstyrning.se/media/39163/koll-arsrapport09-sve\\_till%20web.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/media/39163/koll-arsrapport09-sve_till%20web.pdf)

<sup>11</sup> SOU 2004:47 s. 162.

<sup>12</sup> Ibid s. 166.

<sup>13</sup> SOU 2004:46 s. 7.

att i ökad omfattning styras av stora institutionella ägare, såsom pensionsstiftelser och fondplacerares.<sup>14</sup> Dessa investerare var mindre intresserade av ett aktivt ägande i företagen utan sökte istället snabb avkastning på investerat kapital för att sedan placera pengarna på annat håll. Detta medförde att ledningarna fick en större frihet att agera utan direkt konsensus från ägarna. Utvecklingen resulterade i införandet av en rad tvingande riktlinjer vid framför allt New York Stock Exchange och Nasdaq. Efter de omfattande redovisningsskandaler som inträffade i stora bolag under början av 2000-talet infördes också tvingande lagstiftning genom den s.k. Sarbanes-Oxley Act som av vissa beskrevs som den största regleringen av amerikanska företag sedan början av 1930-talet.<sup>15</sup>

I Storbritannien tog debatten angående bolagsstyrning fart i början av 1990-talet när den s.k. Cadbury-rapporten publicerades. Rapporten som kom till p.g.a. maktmissbruk i ett antal storföretag, föreslog ett antal rekommendationer som var tänkt att främja en god sed inom bolagsstyrningen. Bl.a. infördes 1996 den s.k. Combined Code enligt modellen ”följ eller förklara” som har blivit normerande för arbetet med bolagsstyrning i Europa.<sup>16</sup> ”Följ eller förklara” innebär att koden inte ges i sin helhet tvingande karaktär. Istället finns ett utrymme att anpassa kodens regler till de olika företagens individuella förutsättningar, under förutsättning att de kan motiveras på ett tillfredsställande vis. Det utmärkande för den angloamerikanska bolagsstyrningen kontra den kontinentaleuropeiska är att den kännetecknas av en stor spridning i aktieägandet, medan aktieägandet ofta är mer koncentrerat till ett antal storägare i europeiska aktiebolag.<sup>17</sup> En annan viktig skillnad är ägarstrukturernas utseende och funktion, där den angloamerikanska endast består av en ledningsfunktion, styrelsen, som väljs av bolagsstämman. Den kontinentaleuropeiska bolagsstyrningen där framförallt Tyskland brukar tjäna som exempel, består av en tvådelad styrelsefunktion, dels den övervakande och dels den verkställande.

## 2.3 Europeisk bolagsstyrning

Under slutet av 1990-talet började ett flertal europeiska länder införa koder för styrning av sin finanssektor. Som förebild tjänade den brittiska Cadbury-rapporten som senare låg till grund för införandet av den s.k. Combined Code i landet. EU tog sitt första samlade grepp inom bolagsstyrning år 2000 då en kartläggning genomfördes av de olika medlemsländernas tradition inom bolagsstyrning. Rapporten med titeln

---

<sup>14</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/bolagsstyrning/bolagsstyrningens-utveckling>

<sup>15</sup> Burmiller, 2002 The New York Times.

<sup>16</sup> SOU 2004:47 s. 167.

<sup>17</sup> SOU 2004:46 s. 12.

”Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member States” pekade på ett antal områden där det fortfarande förelåg stora skillnader i ländernas tradition inom bolagsstyrning.<sup>18</sup> Som exempel pekade man på

- anställdas rätt till representation i ledningsgrupper
- C.S.R (Corporate social responsibility), aktieägarfrågor samt aktieägarnas rättigheter
- styrelsens roll och ansvar
- styrelsens funktion, roller och ansvar
- övervakningsorganens självständighet och funktion
- styrelseutskott, information och öppenhet.

Kommissionen tillsatte också en expertpanel med uppdraget att modernisera bolagsstyrningen i Europa.<sup>19</sup> Expertpanelens slutsatser låg till grund för den handlingsplan som antogs under 2003 med titeln ”Modernare bolagsrätt och effektivare bolagsstyrning i Europeiska Unionen”.<sup>20</sup> Man avfärdade bl.a. tanken att skapa en samlad europeisk kod, då de kulturella och näringsrättsliga skillnaderna ansågs för stora. Istället ville man att varje land skulle utveckla sin egen tradition inom bolagsstyrning förutsatt att man höll sig inom de gränser som EU avsåg att uppställa genom direktiv och rekommendationer. I handlingsplanen anges som övergripande mål att man ska verka för regler som är flexibla men bygger på fasta principer. Dessutom fastställdes att utvecklingen mot en internationell europeisk tradition inom bolagsstyrningens område bör främjas, samt att unionens regler angående subsidiaritet och proportionalitet bör respekteras fullt ut. EU har sedan handlingsplanens offentliggörande kommit med en rad direktiv inom bolagsrättens område som senare har inkorporerats i svensk rätt genom lagstiftning. Kollegiet för svensk bolagsstyrning har i remissvar framfört att den svenska modellen med självregleringen riskerar att gå förlorad om EG-direktiv implementeras genom lagstiftning istället för självreglering<sup>21</sup>. De befärdar att koden successivt riskerar att urvattnas och därmed tappa i legitimitet. Hittills har Näringsdepartementet varit avvaktande angående kollegiets synpunkter och har istället uppmanat svenska näringslivets aktörer att försöka väcka debatt i frågan.

## 2.4 Svensk bolagsstyrning

---

<sup>18</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-parhttp://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/consult\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-parhttp://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/consult_en.pdf)

<sup>19</sup> Den s.k. Winter rapporten.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)

<sup>20</sup> [http://ec.europa.eu/prelex/detail\\_dossier\\_real.cfm?CL=sv&DosId=182892](http://ec.europa.eu/prelex/detail_dossier_real.cfm?CL=sv&DosId=182892)

<sup>21</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/media/8977/årsrapport%202008.pdf>

Den svenska modellen för bolagsstyrning kan beskrivas som en kompromiss mellan den angloamerikanska och kontinentaleuropeiska. Styrningen av aktiebolagen sker genom ett samspel mellan de fyra s.k. bolagsorganen bolagsstämma, styrelse, verkställande direktör och revisor. Det finns ingen tvådelad styrelsefunktion, vilket är vanligt i Europa, utan styrelsen väljs direkt av bolagsstämman och har sedan en förhållandevis långtgående befogenhet att sköta bolaget självständigt i förhållande till ägarna.<sup>22</sup> I stora bolag har de anställda dock viss rätt till representation i styrelsen, vilket som mest får uppgå till tre ledamöter. Indirekt har också revisorerna stor makt eftersom de har till uppgift att granska de övriga tre bolagsorganens arbete. Den svenska aktiemarknaden kännetecknas också av en förhållandevis god spridning i aktieägandet. Dock har ofta en mindre ägargrupp ett större inflytande i bolagen p.g.a. de svenska reglerna med röstdifferentiering i A- och B aktier.<sup>23</sup>

1990 tillsattes Aktiebolagskommittén som hade som uppdrag att komma med förslag till en ny aktiebolagslag. Under kommitténs arbete började det tillkomma en rad riktlinjer på bolagsstyrningens område, bl.a. från Aktiemarknadsnämnden och Näringslivets börskommitté. Aktiebolagskommitténs arbete avslutades 2004, och följande år infördes en ny aktiebolagslag. 2004 avlade den s.k. kodgruppen som bestod av medarbetare från de ledande näringslivsorganisationerna sitt förslag till Svensk kod för bolagsstyrning.<sup>24</sup> Koden avsåg att återupprätta förtroendet för aktiemarknaden som hade fått utstå mycket kritik under åren innan kodgruppens förslag. Det övergripande målet var att skapa en effektiv marknad som skulle genomsyras av transparens och utvecklingskraft. I förlängningen ansåg kodgruppen att koden var nödvändig för att höja tillväxtkraften i den svenska ekonomin och stärka de krafter som skapar välstånd i landet.<sup>25</sup> Mottagandet av koden har överlag varit positiv sedan tillkomsten. I början fanns farhågor att administrationen av koden skulle bli för betungande för framförallt de mindre bolagen, men i stort har dessa inte besannats.<sup>26</sup> Enligt Kollegiet för svensk bolagsstyrning som är förvaltningsorgan för koden beror det på den flexibilitet som tillämpas genom systemet ”följ eller förklara” som innebär att bolag har möjlighet att avvika från specifika regler i koden förutsatt att de kan presenteras en godtagbar förklaring därtill.

---

<sup>22</sup> SOU 2004:47 s. 170.

<sup>23</sup> SOU 2004:46 s. 13.

<sup>24</sup> SOU 2004:46.

<sup>25</sup> Ibid. s. 171.

<sup>26</sup> SOU 2004:130 s. 6.

# 3 Koden – regler och disposition

## 3.1 Kodens syfte och mål

Koden är en del av det regelverk som gäller för börsnoterade företag på OMX Nordic Exchange Stockholm och NMG Equity. Det utgör en del av näringslivets självreglering och kompletteras av regler i ABL, Stockholmsbörsens noteringsavtal samt uttalanden i Aktiemarknadsnämnden. I förslaget från kodgruppen betonade man vikten av ett aktivt ägaransvar som grunden för ett dynamiskt näringsliv och en fungerande marknadsekonomi.<sup>27</sup> Ägarna är de som förser bolagen med nödvändigt riskkapital men kan också bidra med nya initiativ och en ökad effektivisering av aktiemarknaden genom att utöva sitt inflytande på bolagsstämmor. Man fortsatte med att konstatera att dynamiken i näringslivet kräver en mångfacetterad ägarbild där små och stora aktieägare utövar kontroll och ägaransvar för att åstadkomma en sund balans mellan aktiebolagets styrande och övervakande funktioner. En annan viktig aspekt är att det utvecklas ett sunt förhållningssätt mellan stora och små aktieägare vilket ska förhindra att någon får en otillbörlig fördel.<sup>28</sup> Särskilt betonar kodgruppen stora aktieägares ansvar att inte missbruka sin ställning. Förtroendekommissionen som tillsattes efter ett flertal förtroendeskadliga åtgärder av näringslivets befattningshavare betonade också vikten av tydlighet i ägande och ansvarsfrågor samt vikten av öppenhet och transparens.<sup>29</sup> Förtroendekommissionen uppger vidare att koden är tänkt att komplettera lagstiftning genom att ange en norm för god bolagsstyrning och därmed inta en högre målsättning än tvingande lag. Kollegiet för svensk bolagsstyrning (hädanefter kollegiet) som är det organ som har ansvaret att administrera koden, betonar också vikten av självreglering som lösning före lagstiftning. De anger själva att de ser sig som självregleringens försvarare med uppgift att förorda den som metod, inom sitt ansvarsområde.

### 3.1.1 Kollegiet för svensk bolagsstyrning

---

<sup>27</sup> SOU 2004:46 s. 17.

<sup>28</sup> Ibid.

<sup>29</sup> SOU 2004:47 s. 145.

Redan i betänkandet ”Näringslivet och förtroendet”<sup>30</sup> föreslogs att man skulle skapa en ideell organisation som skulle ansvara för kodens förvaltning och efterlevnad.<sup>31</sup> Det ansågs viktigt att organisationen skulle hjälpa till med rådgivning och tolkning angående kodens tillämplighet såväl som med insamling av data och information för sammanställning av kodens funktionalitet. Organisationen skulle också uppdatera koden på grundval av situationen i Sverige och utomlands och även utarbeta en årlig rapport om dess tillämpning. Detta uppdrag sköter idag kollegiet och de har sedan 2006 utgivit en årlig sammanställning om kodens funktionalitet. Det ansågs värdefullt att ledamöterna av kollegiet skulle inneha ett högt förtroendekapital som skulle stå fri från eventuella särintressen.<sup>32</sup> Kompetens och erfarenhet ansågs som andra viktiga egenskaper för att kontinuerligt bibehålla en kod av hög internationell kvalitet. Ordförande för kollegiet är sedan 2006 Nordeas tidigare VD, Hans Dahlborg. Utöver ordföranden sitter maximalt tio personer som ledamöter i organisationen. De väljs om en period på två år med möjlighet till omval högst två gånger.<sup>33</sup> Staten har också rätt att utse en ledamot. Kollegiets roll är således att vårda och vidareutveckla koden i samklang med bolagsstyrningens förändringar. Den har inget mandat att på något sätt vara dömande i förhållande till företagets efterlevnad av koden. Denna funktion har istället överlåtits till börsernas respektive kapitalmarknadernas aktörer.<sup>34</sup>

### 3.1.2 Kodens målgrupp

Som tidigare nämnts omfattar koden idag alla bolag registrerade på OMX Nordic Exchange Stockholm och NMG Equity. Det har långt ifrån varit självklart att så många bolag skulle omfattas av koden. Tvärtom uttryckte många remissinstanser stora farhågor att den administrativa bördan skulle bli för stor för många mindre bolag.<sup>35</sup> Kodgruppen betonade att de inte har mandat att föreslå vilka bolag som ska följa koden, det måste istället avgöras av kollegiet. De menade dock att bolagsstyrning i princip är en lika viktig fråga i små som stora bolag, varför koden på sikt bör få en bred tillämpning.<sup>36</sup> Om man dessutom gav de små bolagen ett antal år på sig att införa koden menade kodgruppen att kollegiet hade möjlighet att dra lärdom av kodens tillämpning och ge den en så bred tillämpning som möjligt. Kollegiet har följt kodgruppens rekommendation att successivt utöka kodens tillämpning, varför den från den 1 juli 2008 gäller för samtliga svenska bolag vars aktier är upptagna till handel på en svensk reglerad

---

<sup>30</sup> SOU2004:47.

<sup>31</sup> Ibid s. 147.

<sup>32</sup> SOU 2004:47 s. 174f.

<sup>33</sup> Svernlöv, 2008 s. 37.

<sup>34</sup> Ibid.

<sup>35</sup> SOU 2004:130 s. 9f.

<sup>36</sup> Ibid.



marknad.<sup>37</sup> Att det har varit möjligt att skapa ett regelverk för ett så brett spektrum av bolag torde bero på, dels systemet ”följ eller förklara” och dels den praktiska lärdom kollegiet utverkat genom kodens första tillämpningsår. Som tidigare berörts innebär systemet med ”följ eller förklara” att koden inte har en tvingande karaktär. Istället kan ett bolag avvika från specifika regler om de kan presentera en förklaring till varför de inte avser göra så. Under 2008 har dock reglerna skärpts till att företagen förutom att de skall motivera sin avvikelse från reglerna också måste presentera och motivera den lösning de valt istället.<sup>38</sup> Det finns inga fastställda regler angående hur en avvikelse från kodens regler ska motiveras. Sevenius har dock formulerat ett antal kriterier som enligt honom bör innehålla argument från någotdera utav följande faktorer:

- Praktiska tillfälligheter
- Enskildheter i företagets organisation och verksamhet
- Aktieägarkretsens sammansättning
- Ekonomiska resurser
- Vägledande principer
- Legala restriktioner<sup>39</sup>

Kollegiet har även uttalat sig i positiva ordalag till framtida EU-direktiv som skulle ta bort möjligheten att avvika från vissa regler enligt modellen ”följ eller förklara”.<sup>40</sup> Trots många remissinstansers varningar har mottagandet av koden överlag varit god från de mindre bolagen<sup>41</sup>. Bortsett från ett antal mindre klagomål har inte några större missnöjesyttringar mottagits.

## 3.2 Innehåll och disposition

Kodens innehåll ska ses i ljuset av reglerna i ABL. Vid kodens tillkomst var det många remissinstanser som uttryckte farhågor för onödiga upprepningar mellan de båda regelverken vilket riskerade att skapa tolkningsproblem.<sup>42</sup> Kodgruppen tog visst intryck av kritiken men sade också att koden har som mål att vara lättförståelig och att den inte ska skapa allt för mycket problem för utländska investerare.<sup>43</sup> Språket i koden är tydligt och innehåller klara formuleringar som ”ska”, ”ska inte” och ”får”, vilket troligtvis är fallet för att åstadkomma en så tydlig reglering som möjligt och undvika eventuella tolkningssvårigheter. Koden är uppdelad i tre delar, första delen är en

---

<sup>37</sup> I skrivande stund, september 2009, är det Nasdaq OMX Stockholm och NGM Equity. Endast dessa har tillstånd från Finansinspektionen.

<sup>38</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/nyheter/2009/arsrapport-2009>

<sup>39</sup> Sevenius, 2007 s. 153.

<sup>40</sup> [http://www.bolagsstyrning.se/media/39163/koll-arsrapport09-sve\\_till%20web.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/media/39163/koll-arsrapport09-sve_till%20web.pdf). S. 6.

<sup>41</sup> [http://www.bolagsstyrning.se/media/39163/koll-arsrapport09-sve\\_till%20web.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/media/39163/koll-arsrapport09-sve_till%20web.pdf).

<sup>42</sup> SOU 2004:130 s. 12f.

<sup>43</sup> Ibid s. 13f.

inledning, andra delen beskriver den svenska formen för bolagsstyrning och tredje delen innehåller själva koden med dess bestämmelser. I första delen behandlas syfte, principiella utgångspunkter m.m. Andra delen innehåller en redogörelse för den svenska modellen för bolagsstyrning. De två första kapitlen är inte formellt bindande men utgör ändå en viktig källa för förståelsen av de bindande reglerna i tredje kapitlet. Reglerna i den tredje delen är indelade i olika avsnitt som behandlar de olika bolagsorganen, bolagsstämman, valberedningen, styrelsen m.m. Under vissa av dessa förekommer en allmänt hållen måltext, vilket tjänar som inledning till bestämmelserna. Koden innehåller 11 kapitel, varav sju av dessa innehåller bestämmelser angående styrelsens arbete. Enligt kollegiet beror detta på styrelsens roll som central aktör i bolagsstyrningen.<sup>44</sup> Övriga kapitel innehåller bestämmelser för bolagsstämman, VD:ns roll, ersättningar till ledande befattningshavare, finansiell rapportering och intern kontroll, samt information om bolagsstyrning.

### 3.2.1 Bolagsstämman

Kodens regler angående bolagsstämman kompletteras med 7 kap. ABL. Sedan den första kodens införande 2005 har många detaljregleringar tagits bort för att skapa mer lättförståeliga regler. Ett mål för kodgruppen var att koden skulle skapa innehållsrika och informativa stämmor som ”utgör en effektiv fora för aktieägarnas styrning av bolaget”.<sup>45</sup> Generellt anses också koden ge ökad makt till bolagsstämman på bolagsledningens bekostnad,<sup>46</sup> bl.a. angående ledningens närvaroplikt vid stämman. Vid första anblick kan tyckas att koden utgör en betydande skärpning av ABL:s regler men ofta kan det istället röra sig om tydliggöranden eller att bestämmelserna framgår indirekt i ABL. Koden innehåller också hårdare regler när det gäller tillsättning av justerare och hur protokollet från den senaste stämman skall publiceras. Bestämmelsen följer kodgruppens ambition att öka ägarnas makt under stämman på bekostnad av ledningen. Protokollet från senaste stämman måste publiceras på företagets hemsida vilket torde vara till för att underlätta för ägarna att tillgodogöra sig information. I tidigare upplagor av koden fanns det detaljreglering angående bolagets skyldighet, om ägarkretsens sammansättning så krävde, att möjliggöra för människor som inte kunde närvara vid stämman att följa denna på distans, med andra ord med hjälp av tekniska hjälpmedel. Denna bestämmelse har dock tagits bort eftersom man bedömt att bolagen själva borde ha incitament att erbjuda det vid behov.

---

<sup>44</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/media/12534/svensk-kod-for-bolagsstyrning-2008-07-01.pdf>

<sup>45</sup> SOU 2004:130 s. 22.

<sup>46</sup> R Sevenius, 2007 s. 159.

## 3.2.2 Valberedningen

Valberedningens uppgift är att ge förslag på ledamöter som ska ingå i styrelsen, vilka sedan underställs stämman för godkännande. Valet av valberedningens ledamöter är förbundet med vissa restriktioner. I 2.3 koden anges att:

*”Majoriteten av valberedningens ledamöter skall vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen”.*

Någon exakt definition av vad oberoende innebär ger inte koden, utan kompletteras istället av bestämmelser i Stockholmsbörsens noteringsavtal. Visserligen definieras endast oberoende i förhållande till styrelsemedlemmar men enligt min mening torde det tjäna som viss vägledning. I noteringsavtalet anges att en beroende ställning kan vara en anställd, leverantör, kund eller uppdragsgivare hos bolaget, se 2.4.4 Stockholmsbörsens noteringsavtal.<sup>47</sup> Man betonar dock att det måste göras en samlad bedömning i varje enskilt fall och att man då särskilt skall beakta omfattningen och arten av ledamotens egna och det närstående institutets affärer eller ekonomiska mellanhavanden med bolaget.<sup>48</sup> I 2.3 koden stadgas också att:

*”Minst en av valberedningens ledamöter ska vara oberoende i förhållande till den i bolaget röstmässigt största aktieägaren eller grupp av aktieägare som samverkar om bolagets förvaltning”.*

Inte heller här finns någon exakt definition av ”oberoende”, men i 2.4 koden anges att för styrelsemedlemmar i valberedningen får endast en av dem vara i beroendeställning i förhållande till bolagets större aktieägare. Större aktieägare definieras där till 10 %. Något liknande torde gälla för valberedningens ledamöter.<sup>49</sup> I 2.6 koden anges också att valberedningen på bolagets webbplats ska publicera ett motiverat yttrande om sammansättningen av ledamöter i styrelsen följer kodens regler angående sammansättning och oberoende. För att stämman också ska få bilda sig en egen uppfattning, ska styrelsemedlemmarnas yrke, uppdrag i bolaget samt andra väsentliga uppdrag publiceras för att undvika eventuella intressekonflikter.

## 3.2.3 Styrelsen

---

<sup>47</sup>[http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/62/62746\\_Regelverk\\_for\\_emittenter\\_2009\\_1\\_01.pdf](http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/62/62746_Regelverk_for_emittenter_2009_1_01.pdf)

<sup>48</sup>[http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/62/62746\\_Regelverk\\_for\\_emittenter\\_2009\\_1\\_01.pdf](http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/62/62746_Regelverk_for_emittenter_2009_1_01.pdf)

<sup>49</sup><http://www.bolagsstyrning.se/media/12534/svensk-kod-for-bolagsstyrning-2008-07-01.pdf>

I 4.1 koden står följande:

*”Styrelsen ska ha en med hänsyn till bolagets verksamhet, utvecklingskede och förhållanden i övrigt ändamålsenlig sammansättning, präglad av mångsidighet och bredd avseende ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund. En jämn könsfördelning ska eftersträvas”.*

Bestämmelsen bör ses mot bakgrund att ABL saknar regler angående styrelsens sammansättning.<sup>50</sup> Kodgruppen betonade också att en styrelse bör utgöra ett kollegium av personer med ömsesidigt kompletterande kunskaper och erfarenheter.<sup>51</sup> Som jag tog upp under 3.2.2 finns också andra föreskrifter som är tänkt att öka mångfalden och mildra eventuella intressekonflikter i styrelsen. I 4.3 koden stadgas att högst en styrelseledamot får arbeta i företagens ledning. Vidare stadgas att majoriteten av styrelseledamöterna skall vara oberoende mot såväl bolaget som bolagsledningen och att minst två av dessa ska vara oberoende mot större aktieägare.<sup>52</sup> Kodgruppen ville ha en ännu tydligare fokusering på behovet av mångfald och ville införa en yttre tidsgräns för styrelsearbete till max åtta år samt att val av styrelseledamöter över 70 år särskilt skulle motiveras.<sup>53</sup> Efter massiv kritik från remissinstanser utelämnades dessa krav från den slutliga versionen av koden. I sista stycket 4.4 koden anges också att varje nominerad styrelseledamot skall förse valberedningen med ett underlag för sitt uppdrag, där det framgår om det föreligger en eventuell beroendeställning gentemot bolaget, bolagsledningen eller större aktieägare. Stadgandet får enligt min mening tas som intäkt för att man velat att stämman skall ha det slutliga avgörandet angående vilka ledamöter som har eventuella intressekonflikter som skulle kunna påverka deras arbete i styrelsen. Andra delar av regler för styrelsen som är relevant inom ramen för detta arbete är stadgandet i 3.1 koden angående styrelsens uppgifter. I sista punkten 3.1 anges att styrelsen skall säkerställa att bolagets informationsgivning präglas av öppenhet samt att den är korrekt, relevant och tillförlitlig. Stadgandet får anses centralt mot bakgrund av att hela kodens ide var att öka transparensen och öppenheten inom bolagsstyrningen.<sup>54</sup> I Stockholmsbörsens noteringsavtal finns närmare definitioner angående, hur, var och när detta offentliggörande skall ske. Värt att nämna är generalklausulen 3.1 som anger följande:

*”Bolaget ska så snart som möjligt offentliggöra information om beslut eller andra händelser och omständigheter som är av kurspåverkande natur. Med kurspåverkande natur avses i dessa regler information som i enlighet med nationell lagstiftning rimligen kan förväntas påverka priset på bolagets värdepapper”.*

---

<sup>50</sup> Svernlöv, 2008 s. 112.

<sup>51</sup> SOU 2004:130 s. 34.

<sup>52</sup> Ett riktmärke för store aktieägare anges till 10 %.

<sup>53</sup> SOU 2004:130. s. 33.

<sup>54</sup> SOU 2004:47. s. 145

Stadgandet täcker in alla de fall som kräver ett offentliggörande men är särskilt relevant för informationsgivning som inte fångas upp av specifika regler i Stockholmbörsens noteringsavtal.<sup>55</sup>

### 3.2.4 Ersättning till ledande befattningshavare

I de undersökningar som kollegiet genomfört kontinuerligt sedan 2005 angående allmänhetens och finansmarknadens förtroende för koden och svensk bolagsstyrning är ersättning till ledande befattningshavare den fråga som genererar lägst förtroende.<sup>56</sup> Anmärkningsvärt är kanske att aktieägare och höginkomsttagare i högre grad än andra anser att ersättningen inte är proportionerlig i förhållande till arbetsinsatsen. Noterbart är också att förtroendet för bolagens sätt att hantera frågan har sjunkit stadigt sedan mätningarna inleddes 2005. I 9.1 koden stadgas att styrelsen ska tillsätta ett ersättningsutskott som ska bereda frågan om ersättningar och andra ersättningsvillkor till styrelsen. Ersättningsutskottets förslag skall sedan finnas tillgängligt i god tid före stämman för godkännande. Dessa regler bygger på kommissionens rekommendationer som tillkom 2004 och 2005<sup>57</sup> p.g.a. att kommissionen ansåg att erfarenheterna från senare år i samband med finanskrisen visat att ersättningsstrukturerna har blivit alltmer komplexa och alltför inriktade på kortsiktiga resultat samt att de i vissa fall har lett till alltför höga ersättningar som inte berättigats av resultatet.<sup>58</sup> Kommissionen betonade i rekommendationen att det är viktigt att avgångsvederlag inte blir en ersättning för ett misslyckande utan att det istället ska tjäna som ett verkligt skyddsnät. Det är även viktigt att dessa begränsas i tid och till en viss summa samt att de återkopplar till den verkliga utvecklingen av företagets resultat. Uppenbara felaktiga ersättningar skall kunna återkrävas.<sup>59</sup> I Stockholmbörsens noteringsavtal 3.3.6 finns även kompletterande regler som stadgar att alla aktierelaterade incitamentprogram skall offentliggöras för att marknaden skall kunna bedöma de ekonomiska faktorer i incitamentprogrammen som ska motivera ledning och anställda, men även för att bedöma eventuell utspädning och därigenom kunna räkna fram potentiell kostnad för programmets genomförande. Det torde stå klart att OMX Nordic Exchange har identifierat att intressekonflikter kan uppstå i och med olika incitamentsprogram och att det är viktigt att de kommer till marknads kändedom. Den 30 april 2009 kom dessutom kommissionen ut med nya rekommendationer angående ersättning till ledande befattningshavare. I den betonar kommissionen att ersättningar måste grundas på förutbestämda och mätbara resultatkriterier och att de bör främja långsiktig bärkraft och omfatta icke ekonomiska

---

<sup>55</sup>[http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/62/62746\\_Regelverk\\_for\\_emittenter\\_2009\\_1\\_01.pdf](http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/62/62746_Regelverk_for_emittenter_2009_1_01.pdf)

<sup>56</sup><http://www.bolagsstyrning.se/media/39128/kodbarometer%202008%20allmanheten%20-%20slutversion%20090326.pdf>

<sup>57</sup> Kommissionens rekommendationer (EG) 2004/913 samt 2005/162.

<sup>58</sup> Kommissionens rekommendation (EG) 2004/913.

<sup>59</sup> Ibid.

kriterier.<sup>60</sup> Klart är att kollegiet har insett att de nya reglerna kräver en revidering av koden och de avser att ha klart ett utkast som ska ut på remiss under oktober 2009. Kollegiets mål är att den reviderade koden skall börja gälla från 1 januari 2010.

### 3.2.5 Revisionsutskott

I 10 kapitlet koden finns bestämmelser angående revisionsutskott, finansiell rapportering och intern kontroll. Styrelsen har till uppgift att bilda ett revisionsutskott som ska:

- *svara för beredningen av styrelsens arbete med att kvalitetssäkra bolagets finansiella rapportering,*
- *fortlöpande träffa bolagets revisor för att informera sig om revisionens inriktning och omfattning samt diskutera samordningen mellan den externa och interna revisionen och synen på bolagets risker,*
- *fastställa riktlinjer för vilka andra tjänster än revision som bolaget får upphandla av bolagets revisor,*
- *utvärdera revisionsinsatsen och informera bolagets valberedning om resultatet av utvärderingen, samt*
- *biträda valberedningen vid framtagandet av förslag till revisor och arvodering av revisionsinsatsen.*

Reglerna bygger på fjärde och sjunde bolagsdirektiven<sup>61</sup> som inkorporerats i svensk rätt, bl.a. i ABL och koden. 2006 tillkom ny lagstiftning på området då kommissionen antog direktiv 2006/43/EG om ”lagstadgad revision av årsbokslut och sammanställd redovisning och om ändring av rådets direktiv 78/660/EEG och 83/349/EEG samt om upphävande av rådets direktiv 84/253/EEG”. I den svenska utredning<sup>62</sup> som fick i uppdrag att utreda hur direktivet skulle implementeras angavs att direktivet skall ses mot bakgrund av de redovisnings skandaler som inträffat i vissa amerikanska bolag som Enron, WorldCom och Parmalat. De missförhållanden som uppdragats i dessa bolag innefattade bl.a. oriktiga balansräkningar och falsk bokföring. Direktivet syftar därför till att återupprätta konsumenters och investerarens förtroende på marknaderna, men skall också stärka aktieägares rättigheter, förbättra investeringssäkerheten, förbättra de europeiska företagens konkurrenskraft samt garantera den inre marknadens fördelar.<sup>63</sup> Direktivets syfte skall också ses mot bakgrund av EU:s strävanden att öka harmoniseringen inom lagstadgad revision.<sup>64</sup> Direktivet anger vissa minimiregler, bl.a. angående revisorers kunskapskrav men medlemsländerna har möjlighet att införa hårdare lagstiftning om de så önskar. Utredningen följdes av prop. 2008/2009:135, som i mångt och mycket följde utredningens förslag. De nya reglerna har införts genom

---

<sup>60</sup> Kommissionens rekommendation (EG) 2009/384.

<sup>61</sup> Rådets och Europaparlamentets direktiv (EG) 78/660 och 83/349.

<sup>62</sup> SOU 2007:56.

<sup>63</sup> Ibid s. 87.

<sup>64</sup> Ibid.

författningsbestämmelser som blev gällande rätt den 1 juli 2009. Lagändringarna stadgar att företag av allmänt intresse, vilket bl.a. omfattar alla bolag som är bundna att tillämpa koden skall ha ett revisionsutskott som kommunicerar direkt med revisorn.<sup>65</sup> Ett annat mål har varit att antaga regler om revisorernas åtaganden och fastställa vilka etiska principer som ska gälla för dem. Revisorns opartiskhet och självständighet ska garanteras, bl.a. genom regler om revisorsrotation och förbud mot verksamhet som är oförenlig med revisionen. Vidare ska samarbetet mellan olika myndigheter utökas.<sup>66</sup> Kollegiet avser att revidera nuvarande kod för att för att anpassa den till det nya revisorsdirektivet, som tidigare påpekats skall den nya koden börja gälla från den 1 januari 2010.

### 3.2.6 Information om bolagsstyrning

I elfte kapitlet koden, finns regler som stadgar att de bolag som tillämpar koden årligen skall upprätta en bolagsstyrningsrapport. I 11.2 koden finns den information som ska ingå i bolagsstyrningsrapporten. Enligt direktiv 2006/43/EG<sup>67</sup> som har införts i svensk lagstiftning<sup>68</sup> har bolagsstyrningsrapporten gjorts obligatorisk. Rapporten ska bl.a. innehålla uppgifter om bolagets principer för bolagsstyrning och var dessa skall finnas tillgängliga.<sup>69</sup> Således ska en hänvisning göras till den kod för bolagsstyrning som företaget är skyldigt att följa eller den kod som företaget kan ha beslutat att tillämpa frivilligt. Eventuella avvikelser från denna kod måste motiveras. Rapporten ska vidare beskriva de viktigaste inslagen i företagets system för intern kontroll samt riskhanteringen i samband med den finansiella rapporteringen. Dessutom ska det anges hur styrelsen, och i förekommande fall, hur kommittéer som är inrättade inom företaget är sammansatta och hur de fungerar.<sup>70</sup> Kodgruppens förslag var faktiskt än mer omfattande, men efter kritik från flera remissinstanser togs ett flertal regleringar bort<sup>71</sup>. Kodgruppen förklarade att ambitionen begränsar sig till att samla all relevant information om bolagsstyrningen i ett koncist avsnitt i den tryckta årsredovisningen eller i en separat rapport som ger översikt och tydlighet åt innehållet. Man betonade vidare att den administrativa bördan inte skall överdrivas och att mycket av den avsedda informationen redan finns i bolagens årsredovisningar.<sup>72</sup>

---

<sup>65</sup> Prop. 2008/2009:135 s. 57.

<sup>66</sup> Ibid.

<sup>67</sup> Rådets och Europaparlamentets direktiv (EG) 2006/43.

<sup>68</sup> Prop. 2008/09:135.

<sup>69</sup> Prop 2008/2009:135 s. 120.

<sup>70</sup> Ibid.

<sup>71</sup> SOU 2004:130 s. 33.

<sup>72</sup> Ibid.

### 3.3 Attityder till koden

I sina årsrapporter har kollegiet kontinuerligt publicerat attitydundersökningar, dels från allmänheten och dels från näringslivets företrädare, t.ex. ägare, kapitalmarknadsaktörer, styrelseordföranden och VD:ar i företag. Syftet med undersökningarna är enligt kollegiet att mäta uppfyllelsen av koden i stort och att få underlag till att höja kvaliteten inom svensk bolagsstyrning. Den långsiktiga ambitionen är att stärka tilltron till den svenska kapitalmarknaden.<sup>73</sup> Bland näringslivets företrädare kan skönjas en allmänt positiv attityd till kodens funktionalitet såväl som till svensk bolagsstyrning i allmänhet. Attityderna har även blivit mer positiva med åren. Storaktieägare är generellt mer positiva än ägare som äger mindre aktieposter och de företag som nyligen börjat tillämpa koden är generellt mer positiva än de bolag som varit bundna av koden under längre tid.<sup>74</sup> Bland allmänheten är förtroendet generellt lägre. Allmänhetens förtroende för hur bolagen sköter sig affärsmässigt har sjunkit, om än marginellt från 2006 till 2008.<sup>75</sup> Även i frågor som öppenhet och etik får bolagen generellt sett lägre betyg än 2006. Som tidigare berörts får bolagen lägst betyg när det gäller frågan om ersättningar till ledande befattningshavare. Bara var nionde svensk hyser förtroende för bolagen i denna fråga.<sup>76</sup> Andra mönster är att borgerliga väljare generellt sett är mer positiva än vänsterväljare till bolagens hantering av bolagsstyrningsfrågor. Enligt min mening får resultaten ses mot den historiska börsnedgång som skett under de senaste åren. Det kan väl på ett sätt ses som ett sundhetstecken att människor som förlorar pengar på finansmarknaden intar en allmänt skeptisk hållning. Jag tror dock att allmänheten kommer att återfå det förtroende som kapitalmarknaden förlorat de senaste åren. Jag grundar detta på det helhetsgrepp som EU tagit i bolagsstyrningsfrågor sedan början av 2000-talet. Även bolagen har insett att det innebär badwill att förknippas med girighet och ett allmänt avstånd mellan ägare och bolagsledning. Troligtvis kommer förtroendet ha ökat igen till nästa kodbarometer.

---

<sup>73</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/dokumentation/undersokningar/kodbarometern-2008>

<sup>74</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/media/39131/kodbarometer%202008%20kap.markn.%20-%20slutversion%20pdf.pdf>

<sup>75</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/media/39128/kodbarometer%202008%20allmanheten%20-%20slutversion%20090326.pdf>

<sup>76</sup> Ibid



# 4 Rättsekonomi – definitioner och antaganden

## 4.1 The Economic man

Den kanske viktigaste teorin inom mikroekonomisk teori är antagandet om the economic man. Teorin tar sin grund i antagandet att alla individer är rationella och vill maximera sin egen nytta. Med tiden har det ansetts otidsenligt att förutsätta att alla individers preferens för lycka motsvarar ekonomisk maximering och därför talar man idag om tillfredsställelse av preferenser istället för lycka.<sup>77</sup> Alla individer är således rationella och strävar efter nyttomaximering medan företag strävar efter vinstmaximering. Däremot tar inte teorin någon ställning till vad människor föredrar, det är en subjektiv bedömning som är olika för olika individer. När en individs önskningar är uppfyllda anses också individens preferenser vara tillfredsställda. Dessa preferenser kan dock variera i förhållande till hur varje preferens värdesätts. Som konsekvens kan varje persons nytta bestämmas efter hur många preferenser varje människa har och deras inbördes tillfredsställelse.<sup>78</sup> En preferensordning kan vara endera ordinal eller kardinal.<sup>79</sup> Med ordinal menas att varje individ kan rangordna varje preferens i relation till dess tillfredsställelse. Medan en kardinal preferensordning innebär att en individ kan rangordna tillfredsställelsen i en skala. Eftersom man ännu inte har upptäckt någon effektiv metod för att uppskatta graden av tillfredsställelse använder sig den mikroekonomiska terminologin bara av ordinal tillfredsställelse.

### 4.1.1 Bakgrund - economic man

Inom mikroekonomisk teoribildning förutsätts att alla individer är rationella vilket innebär att alla människor försöker maximera sin egen nytta. Som nödvändiga villkor för rationalitet brukar man tala om att en individs preferenser måste vara fullständiga, reflexivitativa och transitiva.<sup>80</sup> Med fullständighet menas att en individ alltid har förmågan att ta ställning till huruvida en nyttighet är mer värd än en annan och vice versa. Vidare ska individen kunna rangordna de olika nyttigheterna för att villkoret om

---

<sup>77</sup> Dahlman m.fl. 2004 s. 17.

<sup>78</sup> Ibid s. 18.

<sup>79</sup> Ibid s. 18f.

<sup>80</sup> Ibid s. 19.

fullständighet skall vara uppfyllt. Detta omöjliggör att en individ inte anser sig kunna ta ställning till huruvida olika nyttigheter är mätbara med varandra. Som följd kommer då en individ alltid kunna bestämma om någonting är sämre eller bättre än det andra eller om det anses som lika bra. Med fullständighet följer således att individen alltid har möjlighet att ta ställning i en specifik situation och kan värdera en eventuell valsituation.<sup>81</sup>

Villkoret för reflexivitet är uppfyllt om en individ värderar nyttigheten av en vara konsekvent. Varje alternativ skall således värderas varken bättre eller sämre än sig självt.<sup>82</sup> Detta villkor anses vara svagt och brukar definieras som ett sundhetsvillkor istället för ett rationalitetsvillkor. Det tredje villkoret för rationalitet är transitivitet som innebär att en individs val måste vara konsekventa. Som illustration innebär det att om A föredrar Volvo framför SAAB och SAAB framför Audi så måste han också föredra Volvo framför Audi för att uppfylla kravet om transitivitet. Genom att individen har denna grad av rationalitet möjliggör det att man kan sluta sig till en persons preferensordning sinsemellan och utesluta andra förekommande nyttigheter. För att den rättsekonomiska teorin ska fungera är det essentiellt att individer underkastas dessa rationalitetsvillkor. Det är viktigt att betona att transitivitet inte ställer några krav på innehållet i dessa preferenser utan det är istället värderingen av preferensernas logiska ordning som är intressant.<sup>83</sup>

## 4.2 Budgetrestriktion och indifferenskurvor

Vid handel måste vanligtvis konsumenten hålla sig till någon form av restriktioner för sin verksamhet. Det kan vara restriktioner i form av tid, kunskap och energi, men det kanske vanligaste är budgetrestriktioner.<sup>84</sup> Dessa restriktioner begränsar en individs valmöjligheter till vissa bestämda budgetramar som inom mikroekonomisk teori brukar betecknas som varukorgar. Det som avgör vad som ryms i en varukorg är en individs ekonomiska tillgångar, kvantiteten av varan samt priset på den samma.

I figur 1.1 visas en budgetlinje som avser hur mycket tuggummi och vattenflaskor en individ har råd med under en dag. Alla de varukorgar som tangerar budgetlinjen eller ligger under den har konsumenten i detta exempel råd med. Om några utav budgetlinjens variabler förändras, så förändras också budgetlinjen. Vid förändrad inkomst så förskjuts budgetlinjen utåt om individen får ökad inkomst och inåt om inkomsten minskar. Vid förändrade varupriser kan budgetlinjen förändras på olika sätt.

---

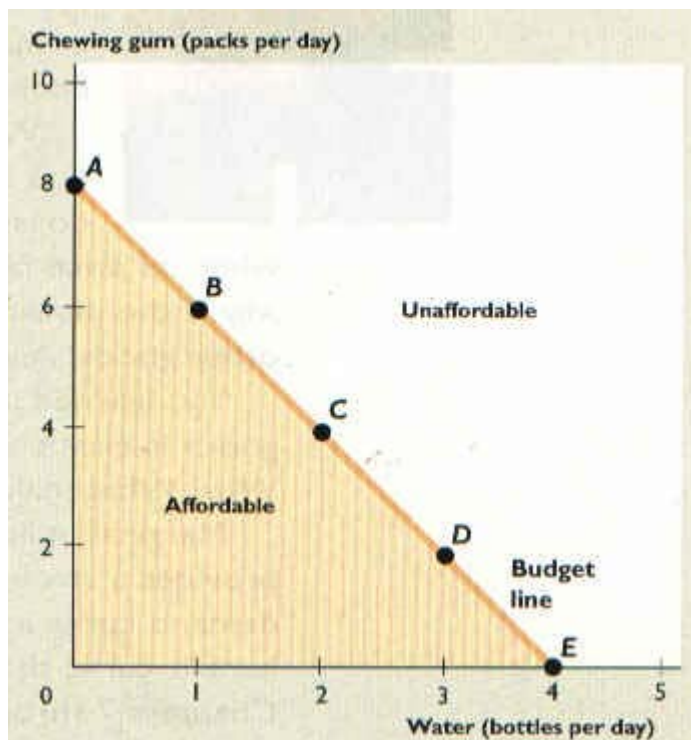
<sup>81</sup> Ibid s. 20.

<sup>82</sup> Cooter & Ulen, 2007 s. 17.

<sup>83</sup> Ibid.

<sup>84</sup> Ibid s. 19.

Vid oförändrat pris på tuggummin och ökat pris på vattenflaskor så vrids linjen inåt, respektive utåt, om priset skulle minska.



Figur 1.1.

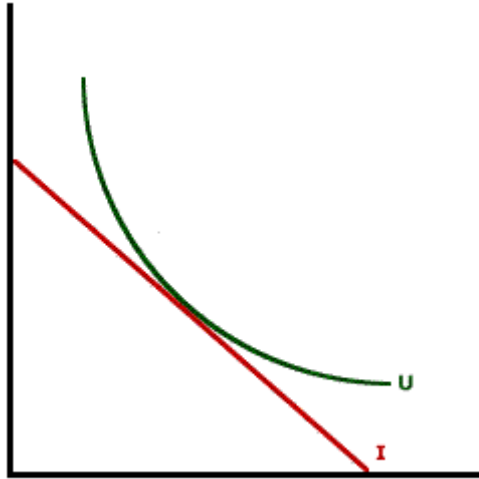
### 4.3 Indifferenskurvor och optimalt val

Indifferenskurvor intar en central position inom mikroekonomisk teori. En indifferenskurva mäter den nytta en individ åtnjuter av någon kombination av olika varor eller tjänster. Om en individ anser sig vara indifferent mellan olika nyttigheter så är dessa totalt utbytbara sinsemellan. Om vi låter  $u$  stå för en individs nytta så ger  $u=(x, y)$  de olika kombinationer av nytta som  $x$  och  $y$  kan ge denna individ.<sup>85</sup> Det spelar således ingen roll hur många  $x$  eller  $y$  som kommer ifråga eftersom de anses vara totalt utbytbara med varandra. Detta förhållande där en individs tillfredsställelse bibehålls intakt kallas den marginella substitutionskvoten. Denna kvot anses dock sällan vara intakt. Istället anses en individ ofta ha en avtagande marginalnytta i förhållande till den mängd av nyttigheter som denna konsumerar.<sup>86</sup> Enkelt illustrerat innebär teorin om avtagande marginalnytta att tillfredsställelsen är hög för det första paket av tuggummin som man konsumerar. Successivt avtar denna tillfredsställelse i den takt som man premieras med fler paket av tuggummin för att slutligen helt ”plana ut”. Oftast så vet dock inte individen sin

<sup>85</sup> Ibid s. 18.

<sup>86</sup> Dahlman m.fl. 2004 s. 35.

förväntade nytta av ett framtida handlande utan han måste istället genomföra ett val under osäkerhet och uppskatta sin förväntade nytta. Under dessa förhållanden förväntas en individ enligt mikroekonomisk teoribildning handla enligt devisen ”more of anything is always better”.<sup>87</sup> Valmöjligheterna begränsas av budgetrestriktionerna vilket utgör det optimala valets yttre gräns. Det optimala valet motsvarar således den maximala förväntade nyttan som håller sig inom budgetrestriktionerna.



Figur 1.2

I exemplet ovan motsvarar (I) budgetlinjen medan (U) motsvarar indifferenslinjen. Det optimala valet motsvarar här punkten där (U) tangerar (I). Som vi kan se i detta exempel motsvarar det ungefär en jämn fördelning av varorna ifråga. Individen skulle i detta exempel få samma tillfredsställelse längs med hela budgetlinjen men han har inte råd med annat än skärningspunkten av de två linjerna, eftersom resten av indifferenslinjen ligger över budgetlinjen. Det finns också ett annat sätt att förklara det optimala valet som bygger på teorin om marginalnytta och marginalkostnad. Teorin utgår ifrån att alla individer är nyttomaximerare. När individen hela tiden försöker justera sin insats för att skapa maximal nytta uppstår en nyttoökning såväl som en kostnad, s.k. marginalkostnad. Individen kommer då hela tiden justera sitt läge tills det att marginalkostnaden är lika med eller större än marginalvinsten.<sup>88</sup> Denna slutsats gör att vi kan slutföra oss till följande grundsats.

*Ett optimalt val föreligger för varje förändring där marginalnyttan är större än marginalkostnaden.*

Notera dock att det även vid ett optimalt val existerar en kostnad eftersom vi vid varje val tvingas att göra en prioritering och därmed automatiskt väljer bort någonting annat. Inom mikroekonomisk teori förklaras detta med att ingenting är gratis, dvs. att hur vi än väljer så väljer vi bort någonting annat vilket genererar en kostnad.<sup>89</sup>

<sup>87</sup> Schotter, 1997 s. 5f.

<sup>88</sup> Dahlman m.fl. 2004 s. 30f.

<sup>89</sup> Ibid.

## 4.4 Val under osäkerhet och riskbenägenhet

Hittills har vi gått igenom vad som utgör nyttomaximering och hur det uppnås men vi har utelämnat en viktig aspekt, osäkerhetsfaktorn. Många val tvingas vi göra under osäkerhet eftersom vi inte vet vad som utgör det optimala valet. Målet med nyttomaximering är detsamma men vi vet för det första inte vilket alternativ som innebär nyttomaximering och för det andra är det alternativ som sker beroende av vilken av flera olika omständigheter som inträffar.<sup>90</sup> Vi utgår nu från ett scenario där en entreprenör står inför att lansera en produkt.<sup>91</sup> Han har två möjliga utvägar; endera lanserar han en beprövad produkt, (D1) som inte har någon osäkerhet angående utfallet, den ger en vinst på 200 kr. Alternativt så väljer han att lansera en ny produkt, (D2) där han har en möjlighet att tjäna 400 kr men han riskerar då också att förlora 50 kr. Vilket utav projekten ska då entreprenören välja? Ett alternativ är att jämföra deras framtida förväntade värde. Det förväntade värdet motsvarar summan av sannolikheten av varje förväntad utgång multiplicerat med värdet av varje enskild utgång. För att beräkna (D1) kan vi utgå från att det finns fyra enskilda möjligheter till lösning av affärsbeslutet, etiketterad O1 till O4. Förutsätt också att det finns fyra olika uppskattningar av sannolikheten för varje affärsbeslut, etiketterad P1 till P4. Om detta utgör de enda möjliga lösningarna av problemet så måste sannolikheten vara lika med 1. Det förväntade värdet (FV) blir då

$$FV = P1O1 + P2O2 + P3O3 + P4O4$$

Det förväntade värdet kan översättas till förväntade pengar om vi räknar i penningbelopp. I exemplet ovan med de olika affärsbesluten kan vi då beräkna den förväntade vinsten (FV) som produkten av sannolikheten av att varje affärsbeslut inträffar (vilket här motsvarar 1 eftersom vi har förutsatt att utgången är säker) och det förväntade värdet av utgången, vilket här då betyder att D1 = 200 kr. För det andra affärsbeslutet är det lite svårare att beräkna utgången. Det finns två olika resultat som det beslutet kan generera och vi behöver därmed veta sannolikheten för varje utgång. Om vi låter P representera sannolikheten för att den nya produktens marknadsintroduktion lyckas, blir (1 - P) sannolikheten för att produkten misslyckas. Förväntade värdet (D2) blir då:

---

<sup>90</sup> Cooter & Ulen, 2007 s. 44f.

<sup>91</sup> Inspiration till exemplet är hämtat från Cooter & Ulen, 2007 s. 45.

$$D_2 = 400P + (-50)(1-P)$$

$$= 450P - 50$$

Att bestämma sannolikheten (P) för en viss utgång kan vara problematiskt. Kanske kan entreprenören använda sig av någon form av marknadsundersökning för att beräkna sannolikheten, alternativt prestera någon form av kvalificerad uppskattning.<sup>92</sup> Ett annat sätt att beräkna (P) är att kalkylera hur hög (P) måste vara för att motsvara vinsten som det säkra alternativet (D<sub>1</sub>) ger. Förutsatt att vi kunde beräkna att, för att (D<sub>2</sub>) ska ha ett större förväntat värde (FV) än (D<sub>1</sub>) så måste sannolikheten för det utfallet vara 0.95, d.v.s. ett nära säkert resultat. Vi kan då beräkna nivån för (P) som motsvarar det förväntade värdet av D<sub>1</sub> och D<sub>2</sub>.

$$450P - 50 = 200, \text{ eller}$$

$$P = 5/9 = 0.556$$

Det förväntade värdet (FV) av såväl (D<sub>1</sub>) som (D<sub>2</sub>) blir då alltså 200 kr. Utfallet blir således det samma.

#### 4.4.1 Olika preferenser för risk.

Vad exemplet i föregående avsnitt visar är alltså att såväl (D<sub>1</sub>) som (D<sub>2</sub>) ger samma förväntade värde. Vad är det då som avgör vilket av de två alternativen som företag och konsumenter föredrar? Svaret beror på vilken benägenhet för risk som olika människor eller företag har. Man brukar dela in individer och företag i grupper av riskaversiva, riskneutrala och de som har en preferens för risk.<sup>93</sup> Vanligtvis brukar vanliga konsumenter definieras som riskaversiva. Anledningen är att pengar i sig inte har något värde för konsumenter utan det är istället den nytta som de kan skapa som är relevant. Följande exempel illustrerar en konsuments riskaversivitet. Om två personer får 1000 kr i löneökning varav den ena tjänar 20 000 kr i månaden och den andra 100 000 kr så betyder det mer för den med en inkomst på 20 000 kr mätt i antal nyttoenheter. Anledningen till detta är teorin om minskad marginalnytta av inkomst som lanserades av schweizaren Daniel Bernoulli. Bernoulli menade att ökad inkomst var förknippat med ökad nytta men bara till en viss gräns.<sup>94</sup> Efter att man uppnått en viss nivå av sin inkomst så börjar dess betydelse för nytta att avta. Riskaversiva konsumenter föredrar således hellre en stadig inkomst framför en osäker sådan även om den senare har samma förväntade värde. Företag anses ofta till skillnad från

---

<sup>92</sup> Ibid s. 45.

<sup>93</sup> Dahlman m.fl. 2004 s. 35.

<sup>94</sup> Ibid s. 36.

konsumenter vara riskneutrala. Konsumenter kan också vara riskneutrala beroende på personlighet och intressen. En riskneutral konsument har en konstant marginalnytta av sin inkomst och är därav indifferent mellan en säker inkomst och en osäker sådan med samma förväntade nytta. Konsumenter som har en preferens för risk upplever en ökad marginalnytta vid en osäker inkomst framför en säker inkomst som har samma förväntade värde.<sup>95</sup> Konsumenter som har en preferens för risk torde vara relativt ovanligt. Företag som opererar på vissa marknader kan dock troligen beskrivas som benägna för risk, exempelvis riskkapitalister.

P.g.a. det faktum att de flesta konsumenter är riskaversiva så är de flesta människor villiga att betala en premie för att undvika den risk som är förenad med att t.ex. äga en egen bostad. Det innebär att de föredrar en säker lägre inkomst framför en osäker högre inkomst, där osäkerheten motsvarar risken att ens hem skadas i något hänseende. Det förväntade värdet av en sådan lösning ger således konsumenten ett högre antal nyttoenheter än den osäkra lösningen. Notera det faktum att även om den säkra som osäkra lösningen innebär samma förväntade värde så kommer ändå individen välja det säkra alternativet just p.g.a. det faktum att han är riskaversiv och därmed upplever en större nytta med det säkra alternativet.<sup>96</sup> Detta faktum är vad som gör att det finns en marknad för försäkringsbolag som erbjuder tjänsten att eliminera den osäkerhet som är förenat med ägande.

## 4.5 Jämvikt på marknaden

Ett vinstmaximerande företag eftersträvar att producera ett visst antal enheter av sina varor som i korrelation med priset på varan motsvarar det maximum som konsumenterna är beredda att betala. Företagen är således beroende av efterfrågan på deras varor som i sin tur styr utbudet. Efterfrågan är i sin tur beroende av konsumenternas budgetrestriktioner och varans priselasticitet. Med priselasticitet menas om det existerar liknande produkter på marknaden som konsumenten kan välja istället för den befintliga produkten.<sup>97</sup> Man skiljer då på produkter som har hög respektive låg priselasticitet. En hög priselasticitet innebär att priset på produkten är avgörande för konsumenters efterfrågan. Produkten är således lätt utbytbar gentemot andra och en prishöjning resulterar omgående i en kundflykt. Vid en låg priselasticitet är förhållandet det omvända, det finns således få substitut vilket innebär att priset kan fluktuera utan att konsumenterna överger den i någon större omfattning. När det gäller utbudet av en vara så styrs den naturligtvis av efterfrågan. Vanligtvis så är ett företag benäget att

---

<sup>95</sup> Dahlman m.fl. 2004 s. 37.

<sup>96</sup> Ibid.

<sup>97</sup> Ippolito, 2005 s. 59f.

tillverka fler enheter av en vara om det finns en stor efterfrågan och vice versa. Detta beror på att företag som är vinstmaximerande kommer att tillverka fler enheter av en vara så länge som marginalvinsten är större än marginalkostnaden<sup>98</sup>. Optimal produktionsvolym kommer att uppnås när den sist producerade enheten har en marginalkostnad som är lika med marginalvinsten. På en väl fungerande marknad kommer konsumenternas efterfrågan och producenternas strävan att tillfredsställa denna, slutligen leda till att det uppstår marknadsjämvtikt s.k. ekvilibrium. Vid detta tillstånd kan det inte ske någon förändring av utbud och efterfrågan som är ömsesidigt gynnande, d.v.s. vad en förlorar på är otvivelaktigt till gagn för den andra. Detta brukar beskrivas som ett idealtillstånd där det föreligger full optimalitet i marknadens funktioner.

## 4.6 Ekonomiska effektivitetsbegrepp

Marknadsjämvtikt brukar betecknas som essentiellt när det gäller att åstadkomma en effektivt fungerande marknad. För att mäta denna effektivitet används ekonomiska effektivitetsmått, de två viktigast är Pareto- och Kaldor-Hickskriterierna. Dessa effektivitetsbegrepp har gemensamt att de kräver att samtliga individer berörda av en förändring gynnas, men de skiljer sig åt huruvida fördelningen av förändringen skall distribueras.<sup>99</sup> För att Paretokriteriet ska vara uppfyllt krävs att åtminstone en person får det bättre samtidigt som ingen person får det sämre. De som får det sämre har således en möjlighet att lägga in sitt veto mot varje potentiell förändring. Om man istället tillämpar Kaldor-Hickskriteriet för effektivitet så är det möjligt att genomföra en förändring så länge som de som sympatiserar med förändringen vinner mer än vad förlorarna förlorar. Vinnarna ska åtminstone i teorin ha möjlighet att ersätta förlorarna och ändå dra nytta av den förändring som skett. Dessa två mått på effektivitet kan användas vid en cost-benefitanalys för att bestämma om en eventuell förändring av en verksamhet skall ske.<sup>100</sup> Exempelvis kan vi utvärdera om en fabrik skall byggas vid ett specifikt ställe. Om vi använder Paretokriteriet som mått på effektivitet så skall fabriken byggas om de som förordar den kompenserar de som förlorar på att fabriken byggs, upp till den nivån då de är indifferent till om fabriken byggs eller inte. Om vi istället använder Kaldor-Hickskriteriet skall fabriken byggas om de som förordar den vinner mer på att den byggs än vad förlorarna förlorar på att den inte byggs. När det åtminstone gäller offentlig verksamhet har Kaldor-Hickskriteriet en överlägsenhet eftersom den enligt min mening bättre speglar folkviljan. Med Paretoeffektivitet kan resultatet bli att ensam person lägger in sitt veto som potentiellt skulle gynna en stor grupp människor.

---

<sup>98</sup> Ibid s. 88.

<sup>99</sup> Skogh & Lane, 2000 s. 55f.

<sup>100</sup> Dahlman m.fl. 2004 s. 56.



# 5 Aktiebolagets intressebetsättningar

## 5.1 Teorier om företaget

Teorier om företagens uppkomst och styrning är många och har varit en flitigt studerad disciplin genom åren. Disciplinen förenar jurister, ekonomer och historiker m.fl. och kanske är det därför som de överlappar varandra och överhuvudtaget är svårindelade. Vilken företagsteori man tillämpar, d.v.s. om företagens uppkomst, får i sin tur betydelse för vilken roll man tilldelar bolagsstyrningen och i förlängningen koden. Om man exempelvis ser företaget som ett nätverk av kontrakt så kan man påverka företaget genom att försöka omförhandla kontrakten. Om man istället ser företaget enligt en intressentmodell där samtliga aktörer, t.ex. kunder, leverantörer m.fl. anses ha inflytande över företagens utveckling, så torde det leda till att man ska analysera situationen annorlunda. I detta kapitel avser jag att beskriva ett antal etablerade teorier angående företagens uppkomst. Enligt den klassiska nationalekonomiska teorin ses företaget som en svart låda där man stoppar in insatsvaror för att sedan plocka ut kapital eller en modifierad vara.<sup>101</sup> Denna modell utelämnar dock en rad viktiga förklaringar till företagens uppkomst, såsom hur den styrs och förändras samt vem som lämpligen producerar varorna eller kapitalet. Således anses denna förklaring till företagens uppkomst vara föråldrad och har istället ersatts med mer analyserande teorier. Förklaringsvärdet av teorierna varierar, medan vissa förklarar styrningen av den svarta lådan förklarar andra även dess uppkomst.

### 5.1.1 Nätverk av kontrakt

1937 publicerade Ronald Coase sin epokgörande artikel, *The Nature of the Firm*.<sup>102</sup> I den utmanade han de paradig som dominerade dåtidens forskning angående företagens existens. Coase menade att anledningen till att produktion koncentreras till företag och inte till den öppna marknaden är att företaget sparar transaktionskostnader. I företagens natur finns ett nätverk av kontrakt som innebär att entreprenören sparar tid och pengar jämfört med den som istället vill organisera verksamheten på den öppna marknaden. På

---

<sup>101</sup> Se t.ex. Ricketts, 1994 s. 3f.

<sup>102</sup> Coase. *Economica*, 1937 vol. 4.

den öppna marknaden tvingas en person genomföra en mängd kontraktsförhandlingar för att samordna den verksamhet som han avser att genomföra.<sup>103</sup> Coase identifierade de kostnader som är förenade med kontrakt, som kostnaderna för att förhandla och slutföra en separat kontraktsförhandling för varje penningtransaktion, samt den kanske största kostnaden, att identifiera vad det relevanta priset är på den öppna marknaden. Coase fortsatte att konstatera att företag är mest troligt att uppstå vid långvariga affärsförhållanden där kortsiktiga kontrakt är särskilt ofördelaktiga. Köparen av den specifika varan eller tjänsten har då ett intresse av att hålla avtalet så ospecificerat som möjligt för att senare precisera det närmare. Det är vid denna tidpunkt då kontraktets efterlevnad blir beroende av köparen, som en existens av ett företag är allra mest sannolikt. Det finns även andra skäl till företagets överlägsenhet, exempelvis att nationer ofta särbehandlar företag av skattetekniska skäl vilket främjar att transaktioner sker i ett företag framför den öppna marknaden. Även om inte denna del ensam kan förklara uppkomsten av företag så bidrar den inte desto mindre till dess existens. Coase menade också att i takt med att ett företag blir större och utför fler transaktioner så kommer kostnaderna för dessa transaktioner troligtvis att öka. Han formulerade den retoriska frågan:

*”Kan inte ett företag utföra alla transaktioner?”*

Hans svar är att successivt som ett företag utför fler transaktioner så kommer också priset på dessa att närma sig det pris som existerar på den öppna marknaden. Så småningom kommer det bli billigare att utföra transaktionen på den öppna marknaden än inom företaget. Enligt Coase utgör det gränsen för hur stort ett företag har möjlighet att bli.<sup>104</sup>

Coase teorier har utvecklats vidare av framförallt Oliver Williamson. Williamson fokuserade till skillnad från Coase på själva transaktionen i sig. Han menade att marknads aktörer alltid är opportunistiska varför de inte drar sig från att frånträda ingångna avtal och kontrakt. Vad som därmed avgör om transaktionerna ingås inom ett företag eller på den öppna marknaden är transaktionsmängden samt produktionens och investeringarnas träffsäkerhet.

## 5.1.2 Property rights theory

De kanske mest kända företrädarna för property rights theory är Alchian och Demsetz. De hävdar i sin artikel från 1972<sup>105</sup> att företagets struktur tillåter människor att arbeta som ett lag. En modifierad produkt är inte åstadkommen av en entreprenör eller någon enskild person utan av en

---

<sup>103</sup> Ibid s. 190f.

<sup>104</sup> Ibid s. 391.

<sup>105</sup> Alchian & Demsetz. American Economic Review, 1972, 62: 777-795.

gemensam insats av samtliga bidragande människor. Alchian och Demsetz drar paralleller till spelteorin då de menar att alla anställda involverade i ett företag har incitament till att arbeta effektivt. Denna insikt är dock bräcklig, eftersom allt som krävs är att en person börjar prestera sämre för att de andra ska ha incitament att göra detsamma. Resonemanget har likheter med det mest kända exemplet inom spelteorin, fångarnas dilemma, där alla vinner på att på att maximera sin prestation men ingen gör det, eftersom de inte tror andra gör det. Alchian och Demsetz lösning är att någon fungerar som övervakare och tilldelas den vinst som hans arbete tillför organisationen. Enligt företrädarna för property rights theory allokeras således samtliga rättigheter till övervakaren, som beroende på sin skicklighet och effektivitet, avgör företagets framtid. Enligt min mening så torde företagsledningen tjäna som övervakare i större företag i enlighet med författarnas resonemang. Det intressanta med property rights theory jämfört med Coase resonemang om transaktionskostnader är att den förra teorin betonar nödvändigheten av övervakning och kontroll medan Coase betonar de kostnader som är förenade med övervakning och efterföljande kontrakt.<sup>106</sup> Inom property rights theory fungerar således företaget som ett sammanjämkande kitt som förenar de olika individernas viljor och preferenser till ett kollektivt val. Vad som är avgörande för om detta kollektiv blir framgångsrikt är beroende på övervakarens förmåga att styra kollektivet.<sup>107</sup>

### 5.1.3 Entrepreneur theory

I entrepreneur theory betonas entreprenörens skicklighet och kunnande som den centrala komponenten när det kommer till styrning och utveckling av företag. Enligt teorins förespråkare är det möjligheten att anpassa sig till tid och förändring som möjliggör för entreprenörer att skapa ett överskott av kapital.<sup>108</sup> Även om mycket av entreprenörens egenskaper är diffusa och svåra att namnge så finns det en gemensam kärna av kvickfärdighet, skicklighet i att ta avgörande beslut och en villighet av att bära risk. P.g.a. denna förmåga, att anpassa sig till det oväntade, så är entreprenören och företaget nära allierade i uppgiften att ständigt anpassa sig till en förändrad värld. Teorins förespråkare delar Coase syn på företaget som ett nätverk av kontrakt men väljer att betona entreprenörens förmåga att binda ihop de relevanta kontrakt som är nödvändiga för att skapa ett vinstdrivande företag.<sup>109</sup> Många har försökt undersöka vad som gör att vissa marknader och geografiska områden har mer entreprenell aktivitet än andra. Story och Johnson genomförde i slutet av 1980-talet en studie där de försökte fastställa vilka faktorer som är avgörande för uppkomsten av entreprenörer.<sup>110</sup> Deras

---

<sup>106</sup> Ricketts, 1994 s. 92.

<sup>107</sup> Pålsson - Syll. 1998 s. 291.

<sup>108</sup> Ricketts, 1994 s. 72.

<sup>109</sup> Ibid s. 72f.

<sup>110</sup> Storey & Johnson. Scottish Journal of Political economy 1987 vol 34, (2). S 163ff.

slutsats var att industriella strukturer inte var lika viktigt som lokala marknadens förmåga att inspirera nya entreprenörer. De fann också att statliga satsningar på ökat företagande varierade i framgång mellan olika regioner något som enligt min mening ytterligare torde stödja deras slutsats om den lokala marknadens betydelse. Wu Shih-yen har valt att komplettera entrepreneur theory med att tillstå att tillgången till kapital är lika viktigt som entreprenörens skicklighet.<sup>111</sup> Wu menar att många skickliga entreprenörer lider brist på kapital och att kapitalstarka företag har en möjlighet att ta marknadsandelar även om inte de har de bästa entreprenörerna. Trots det menar Wu att utvecklingen går åt en ökad uppdelning mellan entreprenörens och riskkapitalets verksamhet.

## 5.2 Agent- och principal teorin

Agent- och principal teorin får enligt min mening ses som den dominerande teorin inom svensk bolagsstyrning, exempelvis så är det den huvudsakliga teorin bakom Svensk kod för bolagsstyrning.<sup>112</sup> Teorin formulerades ursprungligen av Berle och Means i deras uppmärksammade bok från 1932.<sup>113</sup> I boken försvarar författarna äganderätten, exempelvis genom individuella människors rätt till egendom och ett oberoende rättsväsende som upprätthåller rättsstatens principer. Berle och Means menade att successivt som aktiebolagen hade börjat attrahera alltmer kapital så hade också separationen av ägande och kontroll ökat. Denna utveckling fick som följd att aktieägare och företagsledare hade fått olika mål och preferenser i sitt långsiktiga arbete. I takt med att antalet aktieägare ökade hade företagsledningarnas eget ägande minskat i motsvarande takt, vilket hade skapat en alltmer passiviserad ägandekrets samtidigt som ledningarna blivit mer opportunistiska. Den naturliga symbiosen mellan att vara ägare och därmed ansvarig för sina egna investeringar hade satts ur spel, vilket tjänat som bränsle för agent- och principal teorin uppkomst. För att åtgärda agentproblematiken identifierade Berle och Means två centrala åtgärder, dels att återställa en aktiv kontroll för aktieägarna och dels att ställa högre krav på företagsledarna.

Agent- och principal teorins utgångspunkt är således att intressekonflikter mellan ägare och ledning ger upphov till kostnader som minskar ett företags konkurrenskraft. Intressekonfliktens grund är att ägarna söker efter största möjliga avkastning på investerat kapital medan ledningen kan anse att de har rätt till en större del av företagets intäkter vilket urholkar ägarnas kapital.<sup>114</sup> En annan skillnad kan vara synen på framtiden och den risk som man är benägen att ta. En företagsledning har ofta incitament att försöka

---

<sup>111</sup> Wu Shih-yen, 1989.

<sup>112</sup> Se exempelvis SOU 2004:47 s. 163f.

<sup>113</sup> Berle & Means, 1932.

<sup>114</sup> SOU 2004:47 s. 163.

minimera risker och kan t.ex. försöka minska risken genom att ha en annan investeringsplan än vad aktieägarna önskar. För ägarna är det lättare att ha en generell riskspridning av sin verksamhet eftersom de oftast äger mindre poster i olika företag medan företagsledningens risk är koncentrerad till det berörda företaget vilket kan medföra problem om ett företag börjar prestera sämre.<sup>115</sup> Intressekonflikten behöver inte nödvändigtvis vara mellan aktieägare och företagsledning. Bergström och Samuelsson<sup>116</sup> identifierar tre huvudsakliga områden där det finns en risk för intressekonflikter, företagsledning — aktieägare, majoritet — minoritet och aktieägare — borgenärer. Såväl regeringens och kodens huvudsakliga fokus har dock varit det beskrivna förhållandet mellan företagsledning och aktieägare under de senaste åren. Arbetet har präglats av att försöka stärka ägarnas rättigheter och att förhindra att företagsledningar tillförskansar sig alltför stora fördelar.

## 5.2.1 Asymmetrisk information

Informationsasymmetrier är av central betydelse inom agent- och principalteorin. Inom aktiebolagsrätten finns många regler som har till syfte att minska informationsasymmetrierna på den svenska markanden. Koden, ABL och andra regelverk tvingar företagen att offentliggöra informationsmaterial som kan påverka aktiekursen. Som exempel lyder Generalklausulen 3.1 Stockholmsbörsens noteringsavtal som följande:

*”Emittenten ska så snart som möjligt offentliggöra information om beslut eller andra händelser och omständigheter som är av kurspåverkande natur. Med kurspåverkande natur avses i dessa regler information som i enlighet med nationell lagstiftning rimligen kan förväntas påverka priset på emittentens räntebärande instrument”.*

Andra relevanta bestämmelser är t.ex. 7 kap. 32 § samt 7 kap. 36 § ABL som reglerar rätten att ställa frågor till företagsledningen på bolagsstämman. Informationsasymmetrier innebär således att en part, agenten (företagsledningen) har tillgång till mer information än principalen (aktieägarna). Oftast får principalen tillgång till informationen i andra hand, d.v.s. den filtreras genom agenten innan den når uppdragsgivaren, principalen. Enligt agent- och principal teorin innebär detta att man kan misstänka att all information inte kommer till principalens kännedom, alternativt att information är felaktig.<sup>117</sup> George Akerlof publicerade 1970 en prisbelönt artikel inom ämnet informationsasymmetrier.<sup>118</sup> I sin artikel beskrev han marknaden för begagnade bilar och menade att, p.g.a. att köparen i regel är sämre informerad än säljaren angående bilens kvalitet och skick, så är inte köparen villig att betala mer än ett medelpris för den

---

<sup>115</sup> Ibid s. 164.

<sup>116</sup> Bergström & Samuelsson, 2001 s. 28.

<sup>117</sup> Sevenius, 2007 s. 93.

<sup>118</sup> Akerlof. Quarterly Journal of Economics, 1970, 84 (3): 488-500.

aktuella bilen ifråga. Köparen har inte tillräcklig information för att bedöma om bilen är i dåligt skick, enligt Akerlofs terminologi s.k. lemon, eller bra skick s.k. cherry. I brist på information så kommer inte köparen att betala mer än priset av en bil av normal kvalitet på marknaden. Som konsekvens kommer inte säljarna av bilar i bra skick att bjuda ut dem på marknaden eftersom de inte kan bli kompenserade för bilens fulla värde vilket innebär att köparna kommer att betala än mindre för bilarna, o.s.v.<sup>119</sup> Detta fenomen formulerades av Akerlof som ”the bad driving out the good”. För att åstadkomma en vital och fungerande marknad är det således av yttersta vikt att försöka minimera informationsasymmetrierna. De kostnader som informationsasymmetrier skapar kallas agentkostnader och kommer att behandlas senare.

## 5.2.2 Adverse selection

Adverse selection är en term som härstammar från försäkringsrätten och är en benämning för den risk försäkringsbolagen löper att attrahera fel kunder. Med fel menas i detta sammanhang högrisk kunder vars försäkringspremie inte är anpassad till den risk som kunden utgör för försäkringsbolaget. Termen har dock vunnit vida gehör även inom aktiebolagsrätten och kan då översättas till de intressekonflikter som föreligger mellan ett aktiebolags aktörer innan de ingår ett avtal. Termen åsyftar därför konsekvensen av de informationsasymmetrier som föreligger innan avtalsslut. Bergström och Samuelsson tar upp exemplet med extern finansiering, s.k. kapitaltillskott.<sup>120</sup> När ett företag vänder sig till investerare för att erhålla ett kapitaltillskott så kommer varje rationell investerare kräva någon form av riskpremie p.g.a. att det oftast är svårt att analysera ett företags historiska utveckling och därmed dess potential för framtida vinster. Om en investerare är bristfälligt informerad, vilket nästan alltid är fallet, så kommer han att kräva en riskpremie för sin investering. Faran är då överhängande att riskpremien inte kan individualiseras för det bestämda företaget. Om detta är fallet för en hel bransch så kommer endast företag med en riskfylld verksamhetsinriktning att söka investerare eftersom riskpremien är för hög för ett företag med en låg riskprofil. Adverse selection inträffar således vid bristfällig information innan ett avtals ingående och riskerar att leda till att många potentiellt vinstgenererande investeringar uteblir.<sup>121</sup> I ABL finns det ett flertal bestämmelser som motverkar adverse selection. I exempelvis 13 kap. 6 § ABL stadgas att en nyemission måste föregås av information till aktietecknarna bl.a. i form av senaste balans- och resultaträkningarna samt revisionsberättelsen för årsredovisningen. I koden finns det inga regler som exklusivt berör nämnda tema men allmänna regler och formuleringar om

---

<sup>119</sup> Ibid.

<sup>120</sup> Bergström & Samuelsson, 2001 s. 24.

<sup>121</sup> Ibid.

transparens och offentliggörande av information motverkar risken för adverse selection.

### 5.2.3 Moral Hazard

Problemet med moral hazard yttrar sig efter kontraktsslutande och berör de bristande övervakningsmöjligheter som principalen har att tillse att agenten handlar i hans bästa intresse under kontraktets löptid.<sup>122</sup> Även detta begrepp härstammar från försäkringsrätten och försäkringsbolagen försöker ofta motverka fenomenet genom att ange handlingsgenererande direktiv.<sup>123</sup> Exempelvis kan det vara en skyldighet att låsa dörren eller att iaktta en allmän försiktighet. Översatt till aktiebolagsrättsliga termer så yttrar sig moral hazard i de övervakningsproblem som uppstår när exempelvis en bolagsstämma utser en styrelse som i sin tur utser en VD. Moral hazard är således en konsekvens av de informationsasymmetrier som uppstår när agenten sitter på mer information än principalen. De grövsta överträdelserna sker om agenten begår brottsliga handlingar gentemot principalen men vanligare är kanske att en företagsledning tillförsäkras sig oproportionerliga fördelar såsom överdriven representation eller lyxrenoveringar av kontor. I ABL finns regler som motverkar moral hazard. Ett verktyg för aktieägare kan t.ex. vara att inte bevilja styrelsen ansvarsfrihet, se 7 kap 11 § p. 3 ABL. De har då möjlighet att kräva skadestånd av styrelseledamot eller VD, se 29 kap.7 § ABL. I koden kan framhållas de regler om utvärdering av styrelsens och VD:s arbete och prestationer som finns i kodens 9 kapitel.

### 5.2.4 Agentkostnader

Med inspiration av Coase teorier om transaktionskostnader, agent- och principal teorin samt property rights theory lanserade Jensen och Meckling sin teori om agentkostnader.<sup>124</sup> Författarna fokuserade på samspelet mellan agenter och principaler och den kostnad som är förenad med en separation av ägande och kontroll. Att upprätthålla denna separation är mer kostsamt än om en entreprenör äger 100 % av sitt företag. I takt med att det institutionella ägandet ökar så minskar entreprenörens incitament att i alla lägen se till företagets bästa. Denna diskrepans mellan ägarnas och ledningens mål är vad Jensen och Meckling definierade som agentkostnad. De identifierade tre olika typer av agentkostnader.<sup>125</sup>

---

<sup>122</sup> Ibid s. 25.

<sup>123</sup> Ricketts, 1994 s. 31f.

<sup>124</sup> Jensen & Meckling. Journal of Financial Economics, 1976 3 (4): S 308ff.

<sup>125</sup> Ibid s. 308.

- Kostnader som uppstår när principalen har incitament att övervaka agenten för att försäkra sig om att denna är lojal mot principalen, (s.k. monitoring cost). Exempelvis de kostnader som företagen påförs för att följa koden.
- Kostnader för att upprätthålla ett gemensamt mål mellan principalen och agenten, (s.k. bonding cost). Exempelvis, incitamentprogram för ledande befattningshavare.
- Kostnader som uppkommer trots de ovan redovisade, (s.k. residual cost). Motsvarande de agentkostnader som återstår trots vidtagna övervakningskostnader.

På en marknad präglad av rationella förväntningar kommer dessa agentkostnader att förutsättas i ett företags värde p.g.a. att kostnaden för en viss del av företaget kommer att bli det uppskattade värdet, minus den kostnad som marknaden beräknar agentkostnaderna till.<sup>126</sup> Dessa agentkostnader kommer att variera från företag till företag och dess storlek är beroende av faktorer som: Vilken typ av agentkostnader som är nödvändiga, företagsledningens individuella karaktär samt deras möjlighet att finansiera projekt från deras egna personliga förmögenheter.<sup>127</sup>

Jensen och Meckling konstaterade således att en rationell entreprenör eller företagsledare kommer att få andra prioriteringar i takt med att det institutionella ägandet i hans företag ökar. Entreprenören kommer att öka sin konsumtion av förmåner, samtidigt som han riskerar att drabbas av s.k. investeringsbias. Med konsumtion menas det uttag av förmåner som kan ta sig uttryck i form av större kontor, bättre datorer eller för att använda författarnas egna ord ”the attractiveness of the secretarial staff”. Med investeringsbias åsyftas risken att entreprenören i form av investeringar eller intressegemenskap med anställda har sin egen agenda för företaget och inte följer de långsiktiga riktlinjer som ägarna önskar. Övervakning samt incitamentprogram i syfte att liera entreprenören med ägarna är de åtgärder som en principal kan använda för att minimera en agents avvikande preferenser.

---

<sup>126</sup> Ibid s. 318.

<sup>127</sup> Ibid s. 330.



# 6 EG-rätt – påverkan och konsekvenser

## 6.1 Allmänt om EG-rätten

EG-rätten är idag av central betydelse för svensk lagstiftning inom bolagsrättens område. Europeiska kommissionen har utfärdat sammanlagt 15 direktiv som därtill har kompletterats med förordningar och rekommendationer. Sverige har fått godkänt av kommissionen för god implementering av samtliga av direktiven förutom ”2005/56/EG<sup>128</sup> om gränsöverskridande fusioner av bolag med begränsat ansvar”, där kommissionen har haft synpunkter på Sveriges brist på notifiering av direktivet. En allmän princip inom EG-rätten är att direktiv skall implementeras genom nationell bindande lagstiftning, vilket i första hand innefattar författningsbestämmelser.<sup>129</sup> Vid uttrycklig tillåtelse tillåter dock rådet och parlamentet att implementering sker på annat sätt. Så skedde exempelvis i direktiv 2005/162 om uppköpserbjudanden där det explicit angavs att regeringen kunde bemyndiga myndighet eller privata organ att fullfölja direktivets syfte.<sup>130</sup> I förarbeten<sup>131</sup> har det diskuterats om EG-rätten och svensk lagstiftning tillåter att direktiv, där inte en sådan uttrycklig stadgande finns, implementeras på annat sätt än genom författningsbestämmelser, exempelvis genom bestämmelser i koden.<sup>132</sup> Enligt 8 kap. 2 § Regeringsformen (RF) skall emellertid föreskrifter om enskildas personliga ställning samt om deras personliga och ekonomiska förhållanden inbördes meddelas genom lag. Med undantag av moratorium 8 kap. 8 § RF kan regeringen inte utöva normgivningsmakt inom civilrättens område i annan form än att meddela normföreskrifter. Med andra ord skulle ett sådant förfarande strida mot grundlagens principer. Regeringen valde i fallet med direktivet om uppköpserbjudanden 2005/162, att implementera det huvudsakligen genom lagstiftning men även i vissa mindre delar, genom självreglering. Regeringen löste den konstitutionella frågan angående normgivningsmakten genom att föreslå ett tillägg i lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet. Tillägget i den lagen stadgar att en auktoriserad marknadsplats skall ha regler om offentliga uppköpserbjudanden som uppfyller nämnda direktivs krav och i övrigt är ändamålsenliga.<sup>133</sup> Uppenbarligen ansågs förfarandet vara inom grundlagens ramar. Lagen har

<sup>128</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv (EG) nr 2005/56.

<sup>129</sup> Se t.ex. mål C-144/99, Europeiska Kommissionen mot Konungariket Nederländerna, REG 2001 s. I-3541, punkt 17).

<sup>130</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv (EG) nr 2004/25

<sup>131</sup> Se t.ex. Prop. 2008/09:135 s. 111.

<sup>132</sup> Se t.ex. SOU. 2005:58 s. 73.

<sup>133</sup> Prop. 2005/06:140 s. 43f.

sedan dess blivit upphävd genom förordning (2007:572) om värdepappersmarknaden.

Systemet med självreglering är ett undantag inom EU och tillämpas bara av de nordiska länderna samt i något modifierad version i Storbritannien. Detta har fått Kollegiet för svensk bolagsstyrning som är förvaltare av koden att uttrycka farhågor över att en alltför strid ström av direktiv riskerar att ge en utvattnad kod som successivt förlorar i betydelse.<sup>134</sup> Hittills har denna fråga inte ställts på sin spets eftersom kommissionen har valt att utfärda ett flertal rekommendationer som komplement till direktiven. Kommissionen tillåter nämligen att rekommendationer implementeras genom självreglering och en revidering av koden kommer att ske till årsskiftet 2009/10 för att anpassa den till rekommendation ”2009/384 EG<sup>135</sup> om ersättningspolicy inom finanssektorn”.

## 6.2 EG-rätt inom bolagsrättens område

Europeiska kommissionen tog under 1960-talet de första stegen till att samordna ländernas lagstiftning inom bolagsrättens område. Det kanske mest betydelsefulla arbetet, sett från den nuvarande debatten angående bolagsstyrning, är utformningen av det s.k. femte bolagsdirektivet. Direktivet behandlar centrala frågeställningar inom aktiebolagets funktion såsom bolagsstämman, bolagets ledning och revision. Det första förslaget till direktivet lades fram redan i början av 1970-talet men motsättningar angående nödvändigheten av långtgående samordning mellan medlemsländerna gjorde att arbetet gick långsamt. De största skiljelinjerna gick mellan länder som Tyskland vars aktiebolag har en dualistisk organisation och Storbritannien vars aktiebolag är organiserade efter monistisk modell. Skillnaden är att den dualistiska modellen har en tvådelad styrelse där även anställda har rätt till representation, något som den monistiska saknar.<sup>136</sup> Trots försök till kompromissförslag, har medlemsländerna inte kunnat enas sedan dess, varför arbetet stod i princip still under hela 1990-talet. De redovisningsskandaler som uppdagades i USA och Europa under början av 2000-talet tjänade dock som nystart för arbetet och kommissionen tillsatte under 2001 en expertgrupp - The High Level Group of Company Law Experts, (Winter-gruppen) - vars uppdrag var att utarbeta en rapport om kommissionens fortsatta arbete inom bolagsrättens område. Två år senare antog kommissionen en omfattande handlingsplan för det fortsatta harmoniseringsarbetet av europeisk bolagsrätt.<sup>137</sup>

---

<sup>134</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/media/8977/årsrapport%202008.pdf> s. 21 ff.

<sup>135</sup> Kommissionens rekommendation (EG) 2009/384.

<sup>136</sup> SOU. 1995:44 s. 140.

<sup>137</sup> Modernising Company law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A plan to Move Forward, EU – kommissionen 21 maj 2003.

## 6.2.1 Kommissionens handlingsplan för en modernare bolagsrätt

Handlingsplanen för en modernare bolagsrätt inom EU är ett ambitiöst dokument med tanke på de få framsteg som tidigare har åstadkommit i arbetet med det femte bolagsdirektivet. I handlingsplanen identifierar kommissionen ett antal orsaker till handlingsplanens nödvändighet, bl.a. den ökade transnationella handeln mellan medlemsstaterna, den fortsatta integreringen av kapitalmarknaderna, den snabba utvecklingen av ny informations- och kommunikationsteknik samt de skadliga verkningarna av de senaste finansskandalerna. Syftet med handlingsplanen är:

- Att stärka aktieägarnas rättigheter och skyddet av anställda, borgenärer och övriga parter som företagen har relationer till och samtidigt anpassa bolagsrätten och reglerna för bolagsstyrning på ett lämpligt sätt till olika kategorier av företag.
- Att främja företagens effektivitet och konkurrenskraft och därvid lägga särskild vikt vid vissa specifika frågor som gäller verksamhet över nationsgränserna inom gemenskapen.

Sedan handlingsplanens antagande 2003 har många av de kortsiktiga målen genomförts genom direktiv och rekommendationer. Bland de viktigaste rättsakterna kan nämnas redovisningsdirektivet 2006/43<sup>138</sup> samt redovisningsförordningen om antagande av vissa internationella redovisningsstandarder, 1126/2008.<sup>139</sup> Redovisningsdirektivet betonar vikten av öppenhet samt att revisorer och revisionsföretag skall ha en oberoende ställning gentemot sin uppdragsgivare. Vid en eventuell intressekonflikt skall revisorn genast tillta åtgärder för att undanröja dessa och som sista åtgärd avsäga sig sitt uppdrag.<sup>140</sup> Det indirekta målet är att stärka aktieägarnas förtroende för företagens bokföring och förhindra bolagen från att ”gömma undan” förluster vilket var fallet i vissa bolag under början av 2000-talet. I stort kan de flesta rättsakter antagna av EU:s institutioner inom bolagsrättens område återknytas till handlingsplanen för modernare bolagsrätt. Även om det är svårt att skåda dess effekt tyder mycket på att de antagna rättsakterna inom handlingsplanen har stärkt förtroendet för finansmarknaden. Exempelvis pekar kodbarometern som kollegiet för svensk bolagsstyrning publicerar, och som mäter förtroendet för den svenska finansmarknaden, att förtroendet har ökat årligen bland kapitalmarknadens aktörer sedan kodens tillkomst.<sup>141</sup>

---

<sup>138</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv (EG) nr 2006/43.

<sup>139</sup> Kommissionens förordning (EG) nr. 1126/2008.

<sup>140</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv (EG) nr 2006/43.

<sup>141</sup> [http://www.bolagsstyrning.se/media/39163/koll-arsrapport09-sve\\_till%20web.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/media/39163/koll-arsrapport09-sve_till%20web.pdf) s. 11f.

## 6.3 Ersättningpolicy för finanstjänstesektorn

Den senaste rättsakten från EG:s institutioner är kommissionens rekommendation ”2009/384/EG om ersättningspolicy inom finanstjänstesektorn”. Rekommendationen kommer med allra största sannolikhet att implementeras genom självreglering och Kollegiet för svensk bolagsstyrning har påbörjat en förstudie för revidering av koden. Redan i handlingsplanen för en modernare bolagsrätt oroades kommissionen av de höga ersättningar som hade utgått till ledande befattningshavare och framförallt dess bristande koppling till företagets resultat.<sup>142</sup> Frågan har fortsatt att vara aktuell och i skrivande stund, september 2009, rapporteras att EU:s ministrar avser att ytterligare skärpa kontrollen av bankernas bonusprogram som de menar leder till överdrivet risktagande. Rekommendationen om ersättningspolicy inom finanstjänstesektorn skall senast vara implementerad den 1 januari 2010 och kommissionen kräver att medlemsländerna omedelbart därefter redogör för sina antagna åtgärder för att eventuellt besluta om ytterligare restriktioner. I rekommendationen menar kommissionen att ersättningspolicyn bör överensstämma med finansföretagets affärsstrategi, mål, värderingar och långsiktiga intressen, som möjligheterna till hållbar tillväxt, och även överensstämma med principerna för skyddet av kunder och investerare vid tillhandahållandet av tjänster. Mer konkret anges att om ersättningen innehåller en rörlig del eller bonus, bör ersättningspolicyns struktur innebära en lämplig balans mellan fasta och rörliga delar. Den lämpliga balansen mellan delarna kan variera inom personalen och bero på marknadssituationen och den miljö där finansföretaget är verksamt. Medlemsstaterna bör även arbeta för att generellt begränsa den rörliga delen av ersättningarna inom finanssektorn. I nionde kapitlet av koden finns redan idag regler om att incitamentprogram till ledande befattningshavare skall underställas bolagsstämman för godkännande. Gällande rätt ger även aktieägarna en möjlighet att besluta om direktiv till styrelsen beträffande ersättningar till bolagsledningen. Sådana beslut är bindande för styrelsen.<sup>143</sup> Det har även diskuterats om samtliga ersättningar till befattningshavare skall underställas stämman för godkännande. Regeringen menade dock att en sådan ordning skulle leda till stora kostnader och föra med sig betydande problem för företagen, varför förslaget inte vann gehör.<sup>144</sup>

---

<sup>142</sup>Modernising Company law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A plan to Move Forward, EU – kommissionen 21 maj 2003.

<sup>143</sup> Jmf. Rättsfallet NJA 1960 s. 698.

<sup>144</sup> Prop. 2005/06:186 s. 42.

# 7 Analys

## 7.1 Allmän analys

Insikten av finansmarknadens betydelse har ökat successivt under 2000-talet. En allt större del av människors tillgångar finns idag investerade på börsen genom pensionsavsättningar, aktier och fonder etc. vilket har satt fokus på betydelsen av effektiv bolagsstyrning. Det råder också en samsyn i betydelsen av en väl fungerade finansiell sektor för att skapa ett dynamiskt näringsliv som i längden ska tjäna för att säkra välfärden.<sup>145</sup> Enligt min mening kan diskussionen om bolagsstyrning kokas ner till två grundläggande faktorer, förtroende och effektivitet. Genom historien har det varit en ständig kamp mellan dessa två begrepp och maktförhållandet har skiftat i takt med rådande paradig. Men att ställa förtroende och effektivitet i ett motsatsförhållande till varandra vore att analysera situationen på ett felaktigt sätt. Istället bör man uppmärksamma samspelet mellan de båda begreppen som essentiellt för att uppnå Pareto-kriteriet d.v.s. målet att uppnå ömsesidigt gynnande synergieffekter för markandens aktörer. För närvarande befinner vi oss i ett skede där förtroendet står i centrum vilket visat sig genom de åtskilliga rättsakter som har antagits de senaste åren i form av hårdare reglering för företagens redovisning och informationsgivning, etc. Starten för denna epok inleddes med de redovisningsskandaler som inträffade i USA och som därefter fick återverkningar för hela världsekonomin. I Sverige var det kanske främsta exemplet för denna utveckling de skandaler som omgärdade företaget Skandia. Under de goda åren i slutet på 1990-talet hade företagsledningen börjat ta sig allt större friheter i form av ökade ersättningar samt lyxrenoveringar av lägenheter som de disponerade. När konjunkturen och företaget resultat vände nedåt började det uppdagas att ledningen inte hade haft ägarnas auktorisation för dessa frikostiga förmåner. Detta förfarande kan sägas beskriva den klassiska intressekonflikt som Berle och Means först identifierade och som visar sig i form av skilda preferenser mellan ägare och företagsledning. Företagsledningar har ofta inte samma aktsamhetsgrad för företaget resurser eftersom de handlar med andra personers pengar, nämligen ägarnas. Inom rättsekonomisk teoribildningen får denna utveckling sägas vara naturlig eftersom alla människor agerar utifrån rationalitet och i grunden ser till egen vinning. Eftersom denna klyfta inte går att överbrygga inom ramen för aktiebolaget p.g.a. dess uppdelning av ägande och kontroll så finns ingen permanent lösning på detta problem. Istället är det upp till statsmakten och aktiebolagens parter att skapa regelverk som möjliggör för ägarna att inhämta information oberoende av

---

<sup>145</sup> Se bl.a. Modernising Company law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A plan to Move Forward, EU – kommissionen 21 maj 2003.

ledningens agerande. Koden och andra finansiella styrinstrument inom bolagsrätten syftar just till att minska informationsasymmetrierna inom aktiebolaget.

I övertro att skapa en stabil marknad som präglas av förtroende och transparens får inte ett annat lika viktigt begrepp förglömmas, nämligen effektivitet. Effektivitet handlar ytterst om vad som uttrycks i 12 kap. 3 § tredje stycket ABL, att aktiebolagets syfte är att bereda aktieägarna med vinst. För att uppnå detta mål krävs att tillsatta regleringar är enkla och lättförståeliga och därmed skapar grund för en marknad där transaktionskostnaderna är låga. Målet borde vara att sträva efter en marknad där det råder Pareto-optimalitet, d.v.s. en marknad som har nått ett tillstånd av ekvilibrium och det därmed inte kan ske en förändring som är ömsesidigt gynnande för marknadens parter. Genom en verkningsfull övervakning och kontinuerliga undersökningar av marknadens effektivitet torde inte det målet vara en ouppnåelig vision. En del av ett aktiebolags transaktionskostnader kan uttryckas i summan av de regleringar som de är ålagda att följa. Inom ramen för detta arbete har nämnts koden, ABL och Stockholmsbörsens noteringsavtal, men det finns även fler, exempelvis bestämmelser i (1995:1554) årsredovisningslagen. Om företagets kostnader för att följa dessa bestämmelser är höga kommer det innebära att många potentiellt vinstbringande affärer inte kommer att komma till stånd vilket naturligtvis inte är bra för samhällsekonomin. Akerlof beskrev detta problem som ”the bad driving out the good” och hans lösning var att införa effektiva regelverk i syfte att skapa en mer levande marknad.<sup>146</sup>

## 7.1.1 Förtroendefrågan

Aktiemarknaden har genomgått stora förändringar under det senaste decenniet genom institutionaliseringen av aktieägandet. Aktieägare av ”kött och blod” som tog ett aktivt ägaransvar för företagets utveckling har ersatts av lätttrörliga institutioner som istället söker snabbast möjliga avkastning av placerat kapital. Aktieägandet har anonymiserats vilket har ökat betydelsen av en aktiv bolagsstyrning. Detta återspeglas bl.a. genom den ökade fokuseringen på termer som ”oberoende” och ”transparens” i kodens regelverk vilka är tänkt att motverka en alltför kortsiktigt fokusering på företagets resultat. Man har velat undvika att ägarna ”röstar med fötterna” d.v.s. säljer sitt innehav av aktier när man inte är nöjd med företagets utveckling istället för att aktivt ta del av styrningen av företaget. Studier gjorda av konsultföretaget McKinsey & Company har pekat på sambandet mellan ekonomisk utveckling och betydelsen av förtroende i näringslivet.<sup>147</sup> Slutsatsen är att vägen till förtroende går via ett effektivt fungerande rättssystem som präglas av förutsägbarhet och effektivitet. Man betonar

---

<sup>146</sup> Akerlof. Quarterly Journal of Economics, 1970, 84 (3): 488-500

<sup>147</sup> McKinsey & Company, 1994, MGI report.

också vikten av ett standardiserat system för revision samt effektiv övervakning av marknaden.

Hur ser då situationen ut på den svenska marknaden? Har koden stärkt förtroendet för finansmarknaden? Sammanlagt har tre marknadsundersökningar genomförts sedan kodens tillkomst där attityden till den svenska finansmarknaden har undersökts. Resultatet av dessa pekar inte på någon allmän trend utav ökat förtroende för marknaden. Bland allmänheten har faktiskt förtroendet gått ned om än marginellt mellan 2006 till 2008. Branchföreträdare och andra kapitalmarknadsföreträdare är dock mer positiva och bland dem finns en svag trend av ökat förtroende under samma period. Mest positiva är kanske något förvånande de mindre bolagen där koden blev obligatorisk så sent som 2008. Enligt min mening tyder resultaten på att koden kombinerat med andra finansiella styrinstrument har haft en positiv effekt på den svenska bolagsstyrningen. Ordningen för att skapa ett ökat förtroende på en marknad torde inledas med att dess främsta företrädare kan skönja en bättre bolagsstyrning. Ambitionen att också de bredare samhällsgrupperna skall få en mer positiv attityd får sägas vara ett långsiktigt projekt vars implementering troligtvis kommer att ta många år. Detta bekräftas också av en studie som har studerat effekterna av den brittiska och tyska bolagsstyrningskoderna.<sup>148</sup> Resultatet visar att det tog upp till 10 år innan den brittiska s.k. Combined Code hade fått ordentligt genomslag på marknaden. Att skynda långsamt samt stå emot krav på stora revideringar av Combined Code ansågs viktigt. Man betonade också betydelsen av öppna remissrundor för att skapa en transparens i systemet och ge möjlighet för de institutioner som ingår i dem att lära av varandra. Detta ansågs leda till en god förankring av koden och bidra till dess legitimitet.<sup>149</sup> Den tyska Deutscher Corporate Governance Kodex som infördes 2002 anses ha fått ett snabbare genomslag på marknaden än dess motsvarighet i Storbritannien. Troligtvis beror detta på att tyskarna har haft möjlighet att studera såväl den brittiska som andra corporate governance koder innan dess införande. De tyska företrädarna för koden har också betonat att egeninitierade revideringar av densamma endast genomförs vartannat år vilket troligtvis har syftat till att låta regler och bestämmelser ”sätta sig”. En titt på den svenska motsvarigheten visar att koden har reviderats inte mindre än sex gånger sedan dess införande 2005. Även om mycket kan bero på snabbt förändrade förutsättningar i form av nya lagar eller EU-bestämmelser så kan detta vara något för företrädarna för den svenska koden att notera. Ständiga revideringar kan förutom att öka bolagens kostnader också leda till att kodens legitimitet ifrågasätts. Boken ”Svensk kod för bolagsstyrning: med kommentarer för praktisk tillämpning” av Carl Svernlöv, den enda boken med omfattande kommentarer till koden, har exempelvis redan utkommit ut i 3 upplagor sedan kodens införande 2005. Eventuellt kommer ytterligare en ny upplaga vara nödvändig till den nya revideringen av koden som enligt förslag skall träda ikraft 1 januari 2010.

---

<sup>148</sup> Grundberg & Hägg, 2009, Uppsala Universitet.

<sup>149</sup> Ibid

Slutligen inom ramen för detta avsnitt skall jag behandla om det verkligen går att reglera fram förtroende? Min övertygelse är att detta är möjligt om än att man måste närma sig ämnet med stor försiktighet och undvika snabba förändringar. Det nya institutionella ägandet kombinerat med opportunistiska företagsledningar har satt fokus på att viss reglering är nödvändig. Samtidigt får inte förglömmas att inblandade parter står i ett civilrättsligt avtalsförhållande till varandra varför så mycket som möjligt av regleringarna borde överlämnas till parterna själva, d.v.s. genom självreglering. Den svenska regeringens ståndpunkt har hittills varit att förorda självreglering men fortfarande utgör EG-rätten ett visst hinder för denna utveckling. Genom självreglering torde kodens och andra finansiella styrinstruments bestämmelser i ökad utsträckning kunna anpassas till aktiemarknadens aktörer istället för att propåer skall komma från högre instans, d.v.s. från regeringen eller EU. I strävan att skapa förtroende på markanden är det också viktigt att regleringar som lösning inte blir en religion. Det finns en uppenbar risk att en överreglering av markanden kan skapa inlåsnings effekter och leda till en överdriven fokusering av riskerna i ett affärsbeslut. I efterspelet av införandet av Sarbanes-Oxy Act i USA konstaterade t.ex. Alan Greenspan, chefen för centralbanken Federal Reserve att "En pervers försiktighet håller tillbaka investeringar och tillskapandet av nya jobb."<sup>150</sup> Financial Times menade att samma reglering allvarligt skadat riskkapitalbranchen i landet, och bidragit till att så få företag börsintroducerats under 2008.<sup>151</sup> Det får inte förglömmas att i varje affärsbeslut på en konkurrensutsatt marknad finns en naturlig risk som inte får fungera som en hämsko i syfte att undvika förluster.

Kollegiet har i sina revideringar av koden försökt att ta bort onödiga upprepningar gentemot annan gällande lagstiftning på marknaden med målsättningen att göra den mer koncis. Det är troligtvis en bra utveckling i syfte för koden att få en ökad legitimitet samt få dess regler att bli en naturlig del av den svenska bolagsstyrningen. Företrädarna för den tyska koden har exempelvis strävat efter ett enkelt regelverk som inte försvårar för utländska investerare, speciellt med tanke på de säregna tyska bestämmelserna om anställdas rätt till styrelserepresentation. Eftersom de svenska reglerna om maktindelning inom aktiebolaget anses vara en kompromiss mellan angloamerikanska och kontinentaleuropeiska förhållanden, och därmed ovanligt i ett globalt perspektiv, så är det viktigt att regler och bestämmelser inte försvårar investeringar för utländska aktörer.

## 7.1.2 Effektivitetsbegreppet

Målet med bolagsstyrning torde vara att skapa den perfekta marknaden som hittills endast existerar i teorin. Den perfekta marknaden präglas av ett fritt

---

<sup>150</sup> Financial Times 2003-07-24.

<sup>151</sup> Wall Street Journal, editorial 2008-12-21



utbyte av information där köpare och säljare har full insikt i varandras ekonomiska situation. Människorna i den uppvisar inga bedrägliga beteenden och det existerar inga karteller eller annan form av konkurrenshämmande aktivitet. Detta leder till att transaktionskostnaderna kan pressas ned till ett minimum vilket motsvarar produktionskostnaden för den sist producerade enheten, den s.k. marginalkostnaden. Möjligen är detta en ouppnåelig illusion men mycket forskning visar ändå på dess betydelse.<sup>152</sup> Ett sätt att visa på olika marknadens skillnad i detta hänseende är att titta på den kursrabatt som ofta existerar vid en börsintroduktion. Vid börsintroduktioner är det vanligt att det existerar en viss kursrabatt i förhållande till vad aktien kommer att vara värd efter introduktionen. De flesta teorier menar att detta beror på de informationsasymmetrier som finns mellan det emitterande företaget och övriga marknaden.<sup>153</sup> Ofta är kursrabatten högre i utvecklingsländer än på den västeuropeiska marknaden. Här finns det ett direkt samband till de bättre utvecklade informationskanaler på den västeuropeiska aktiemarknaden vilket medför att kursinitierad information kommer relaterade parter bättre tillgodo vilket i sin tur pressar ned kursen vid initieringstillfället.

Ett av kodens grundläggande syften är att genom bättre bolagsstyrning öka näringslivets effektivitet. Man har därför strävat efter att skapa ett enkelt regelverk där detaljeringsgraden inte är alltför hög. En viss mängd förtroende skapande åtgärder torde vara Pareto-effektiva i meningen att såväl företag som investerare vinner på att förtroendet ökar. Problemet inträffar om pendeln svänger för mycket åt ena eller andra hållet, exempelvis genom att fler och fler regleringar tillkommer vilket ökar transaktionskostnaderna och därmed omöjliggör att en förändring är ömsesidigt gynnande för både företagen och investerarna eftersom ökade kostnader påförs företagen. Möjligen skulle man kunna påstå att när marknadsbalansen slutar att vara ömsesidigt gynnande så uppfylls fortfarande Kaldor-Hicks kriteriet i den meningen att de gynnande kan kompensera de förlorande upp till en nivå där de hålls skadelösa. Kaldor-Hicks kriteriet är dock enligt min mening en alldeles för diffus måttstock på effektivitet eftersom den till sin natur är hypotetisk och lär vara svår att leda i bevis. För att koden ska bidra till att öka effektiviteten på marknaden bör man således försöka söka samförstånd mellan investerare och företag. Inga tjänar på att regler införs som enbart påför den ena parten mer arbete och kostnader. Genom omfattande remissrundor och sund skepsis mot alltför snabba förändringar av koden borde en sådan utveckling kunna främjas.

En hörnsten i kodens funktion utgörs av systemet med ”följ eller förklara”. Detta system som tillämpas på i stort sett samtliga koder i Europa och utgör en avvägning mellan två grundläggande principer. I ”följ” innefattas syftet att skapa en uniform tillämpning av koden som skapar förtroende för aktiemarknaden. Med ”förklara” ges det möjlighet till undantag för att undvika en stelhet i finanssystemet vilket möjliggör lägre

---

<sup>152</sup> Se bl.a. Coase. *Economica*, 1937 vol. 4.

<sup>153</sup> Benveniste & Spindt, *Journal of financial Economics* 24, 1989

transaktionskostnader för berörda företag. Kollegiet har sedan kodens införande regelbundet låtit göra marknadsundersökningar för att mäta bolagens tillämpning av koden. Resultatet visar att andelen som redovisar någon form av avvikelse från kodens regler enligt principen ”följ eller förklara” har minskat konstant sedan kodens införande 2005. En majoritet av bolagen, 54 % gör ingen avvikelse alls och bara 14 % gör mer än en. Det är viktigt att påpeka att en avvikelse i sig inte behöver utgöra något problem eftersom förklaringen därtill kan vara lika tillfredsställande och därmed vara ett lika bra substitut för investerare att grunda sina beslut på. Vad som då är mer oroande är att endast 25 % av avvikelserna från koden anses uppnå en tillräckligt hög kvalitet på sin förklaring. I längden riskerar koden att förlora i legitimitet om inte det finns en logisk förklaring till varför vissa företag avviker från dess bestämmelser. Det brittiska förvaltningsorganet för Combined Code, Financial Reporting Council, har uppmärksammat samma trend på detta område som i Sverige. De har uppmanat de institutionella investerarna att ställa högre krav på bolagen vars förklaring till avvikelse från koden inte håller tillräckligt god kvalitet. Man betonar också att bättre kommunikation mellan ledning och ägare är nödvändigt för att förbättra systemet med ”följ eller förklara”.<sup>154</sup> För den svenska kodens del så är den senare slutsatsen av begränsad betydelse eftersom även den informella kontakten mellan ägare och ledning är utformligt reglerad i Combined Code. Emellertid vore det kanske önskvärt för kollegiet att uppmana de svenska institutionerna att sätta press på de bolag som inte kan presentera förklaringar av hög kvalitet. En utväg skulle kanske vara att institutionella investerarna reglerade i sin ägarstyrningspolicy vilka krav man ställer på en förklaring till undantag från kodens regler.

---

<sup>154</sup><http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined%20Code%20Review%20Report%20of%20main%20findings%2027%20November.pdf>

# Käll- och litteraturförteckning

## Doktrin

## Litteratur

Bergström, Clas & Samuelsson, Per: Aktiebolagets grundproblem andra uppl., Stockholm: Norstedts juridik, 2001.

Berle, Adolf & Means, Gardiner: The modern corporation and private property., New York: Macmillan Company, 1932.

Cooter, Robert & Ulen Thomas: Law and economics, femte uppl., Harlow: Addison-Wesley, 2007.

Dahlman, Christian, Glader, Marcus, Reidhav, David: Rättsekonomi En introduktion., andra uppl., Lund: Studentlitteratur, 2004.

Ippolito Richard A: Economics for lawyers., Princeton, N.J: Princeton University Press, 2005.

Pålsson Syll, Lars: De ekonomiska teoriernas historia, tredje uppl., Lund: Studentlitteratur, 2002.

Ricketts, Martin: The economics of business enterprise: new approaches to the firm., Brighton: Wheatsheaf, 1987.

Schooter, Andrew: Microeconomics: a modern approach, tredje uppl., Boston, Mass: Addison-Wesley, 2001.

Sevenius, Robert: Bolagsstyrning., Lund: Studentlitteratur, 2007.

Shih-yen, Wu: Production and Entrepreneurship., Oxford, 1989, Basil Blackwell.

Skogh, Göran & Lane, Jan-Erik: Äganderätten i Sverige: en lärobok i rättsekonomi, andra uppl., Stockholm: SNS, 2000.

Svernlöv, Carl: Svensk kod för bolagsstyrning: med kommentarer för praktisk tillämpning, tredje uppl., Stockholm: Norstedts juridik, 2008.

## Artiklar

Alchian, Armen & Demsetz, Harold: "Production, Information costs and Economic Organisation". American Economic Review (1972) 62: 777-795.

Akerlof, George: The Market for 'Lemons': "Quality Uncertainty and the Market Mechanism". Quarterly Journal of Economics, (1970) 84 (3): 488-500.

Benveniste, Lawrence & Spindt, Paul: "How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues". Journal of Financial Economics, 1989 24 (2), 343–61.

Coase, Ronald: "The Nature of the Firm". *Economica*, 1937 vol. 4 (16) 386-405.

Financial Times 2003-07-24.

Günberg, Jaan & Hägg, Ingemund: "Best practice i praktiken: Corporate governance-kodernas utveckling I Tyskland och Storbritannien"., Uppsala, 2009, SNS förlag.

Jensen, Michael & Jensen, Meckling: "Theory of the firm: managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure"., Journal of Financial Economics, 1976, 3 (4): S 305-360.

Mckinsey & Company "The global capital market, supply, demand Pricing and allocation"., Mckinsey Financial Institutions Group. Washington D.C, 1994, Mckinsey Global Institute.

Storey, David & Johnson, Steven "Regional entrepreneurship in the UK".,

Scottish Journal of Political economy, 1987, vol 34, nummer 2.

The New York Times: "Bush signs Bill aimed at fraud in corporations"., (2002-07-31).

Wall Street Journal, "Editorial"., (2008-12-21)

## **Svenskt offentligt tryck**

### **Förarbeten**

SOU 1995:44 Aktiebolagets organisation.  
SOU 2004:46 Svensk kod för bolagsstyrning.  
SOU 2004:47 Näringslivet och förtroendet.  
SOU 2004:130 Svensk kod för bolagsstyrning (remissvar).  
SOU 2005:58 Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden.  
SOU 2007:56 Revisionsutskott m.m.; Genomförande av 2006 års revisorsdirektiv.  
Prop. 2005/06:140 Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.  
Prop. 2005/06:186 Ersättning till ledande befattningshavare i näringslivet.  
Prop. 2008/09:135 Revisionsutskott m.m. - genomförande av 2006 års redovisningsdirektiv.

## **Utländskt offentligt tryck**

### **Europeiska unionen**

Rådets fjärde direktiv 78/660/EEG av den 25 juli 1978 grundat på artikel 54.3 g i fördraget om årsbokslut i vissa typer av bolag, EGT L 222, 14.8.1978, s. 11–31.

Rådets sjunde direktiv 83/349/EEG av den 13 juni 1983 grundat på artikel 54.3 g i fördraget om sammanställd redovisning, EGT L 193, 18.7.1983, s. 1–17.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden, EUT L 142, 30.4.2004, s. 12–23.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2005/56/EG av den 26 oktober 2005 om gränsöverskridande fusioner av bolag med begränsat ansvar, EUT L 310, 25.11.2005, s. 1–9.

Europaparlamentets och rådets direktiv 2006/43/EG av den 17 maj 2006 om lagstadgad revision av årsbokslut och sammanställd redovisning och om ändring av rådets direktiv 78/660/EEG och 83/349/EEG samt om upphävande av rådets direktiv 84/253/EEG, EUT L 157, 9.6.2006, s. 87–107.

Kommissionens förordning (EG) nr 1126/2008 av den 3 november 2008 om antagande av vissa internationella redovisningsstandarder i enlighet med

Europaparlamentets och rådets förordning (EG) nr 1606/2002, EUT L 320, 29.11.2008, s. 1–481.

2004/913/EG: Kommissionens rekommendation av den 14 december 2004 om att främja en lämplig ordning för ersättningen till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag, EUT L 385, 29.12.2004, s. 55–59.

EG: Kommissionens Rekommendation av den 15 februari 2005 om uppgifter för företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion i börsnoterade bolag och om styrelsekommittéer, EUT L 52, 25.2.2005, s. 51–63.

Kommissionens rekommendation av den 30 april 2009 om ersättningspolicy inom finanstjänstesektorn, EUT L 120, 15.5.2009, s. 22–27.

## **Elektroniska källor**

Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Årsrapport för 2008 och 2009.  
<http://www.bolagsstyrning.se/media/39163/kollegiet-arsrapport-2009-sv.pdf>  
<http://www.bolagsstyrning.se/media/8977/arsrapport%202008.pdf>

Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Kodbarometern – en serie av mätningar av attityder till koden och svensk bolagsstyrning under 2008 och 2006.  
<http://www.bolagsstyrning.se/dokumentation/undersokningar/kodbarometer-n-2008>

<http://www.bolagsstyrning.se/dokumentation/undersokningar/kodbarometer-n-2006>

OMX NASDAQ Stockholm – regelverk för emittenter.

[http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/62/62746\\_Regelverk\\_for\\_emittenter\\_2009\\_1\\_01.pdf](http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/62/62746_Regelverk_for_emittenter_2009_1_01.pdf)

Slutrapporten för expertgruppen inom bolagsrätt – den s.k. Winter gruppen, samt förslag till handlingsplan för utveckling av corporate governance i den europeiska unionen.

[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)

[http://eur-](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:SV:HTML)

[lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:SV:HTML](http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:52003DC0284:SV:HTML)

Financial Reporting Council – Review of the combined code 2007.

<http://www.frc.org.uk/documents/pagemanager/frc/Combined%20Code%20Review%20Report%20of%20main%20findings%2027%20November.pdf>

# Rättsfallsförteckning

## **Svenska Rättsfall**

NJA 1960 s. 698

## **Utländska rättsfall: EG-domstolen**

Mål C-144/99, Europeiska Kommissionen mot Konungariket  
Nederländerna, REG 2001 s. I-3541, punkt 17.