



LUNDS UNIVERSITET  
Ekonomihögskolan

Företagsekonomiska institutionen

FEKH69

Examensarbete i redovisning på kandidatnivå

HT 2015

# Årsstämman – ett forum för påverkan

En studie av årsstämmans påverkan på aktieägares beslutsunderlag

Författare:

Joakim Arvidsson

Alexander Hedlund

Mattias Nilsson

Handledare:

Hans Knutsson

**Förord**

Efter en höst fylld av intryck från företag och deras årsstämmor är nu tiden inne för inlämning av vår uppsats. Vi hoppas att Ni efter en djupdykning i denna uppsats åtminstone upplever delar av den resa vi har gjort. Även om författarna till uppsatsen är tre på pappret har vi varit fyra i dess skapande. Vi vill rikta ett stort tack till vår handledare Hans Knutsson som likt en fyr i stormen väglett oss i hamn. Utan den konstruktiva kritik han givit oss hade uppsatsen inte varit i närheten av dess slutliga resultat Ni nu har i Er hand.

## **Sammanfattning**

**Uppsatsens titel:** Årsstämman – ett forum för påverkan

**Seminariedatum:** 15 januari 2016

**Kurs:** FEKH69, Examensarbete i redovisning, 15 högskolepoäng.

**Författare:** Joakim Arvidsson, Alexander Hedlund och Mattias Nilsson.

**Handledare:** Hans Knutsson

**Nyckelord:** Årsredovisning, årsstämma, beslutsunderlag, beteendekonomi, prospektteorin.

**Syfte:** Denna uppsats ämnar att på ett explorativt sätt undersöka hur aktieägares beslutsunderlag påverkas vid närvarande på årsstämman.

**Metod:** Uppsatsen har en induktiv ansats där observerade informations- och kommunikationsasymmetrier resulterar i val av teoretiskt ramverk. Empirin har samlats in genom maskerade observationer vid närvarande på årsstämmor.

**Teori:** En redogörelse ges för vad som enligt lag är tvingande för bolag att kommunicera till sina ägare. Ytterligare krav till följd av att företag är noterade presenteras. Detta följs av en inblick i teorin kring organisationers livscykel och dess olika stadier. Därefter ges en introduktion till beteendekonomi och mer specifikt prospektteorin. Slutligen presenteras den sammanvävda analysmodellen som används i uppsatsen.

**Empiri:** Det empiriska materialet består av de observationer som gjorts under årsstämmorna för Kentima, Hexatronic, Svolder, Taurus och KappAhl.

**Slutsats:** Våra empiriska observationer tyder på att det finns skillnader mellan årsredovisningar och årsstämmor, såväl sett till information som hur den kommuniceras. Observationerna tycks variera över företags livscykel då flest återfinns i de mindre utvecklade företagen. Majoriteten av skillnaderna utsätter aktieägares beslutsunderlag för förändring i positiv eller negativ mening. Fler positivt än negativt laddade skillnader har påträffats i samtliga företag. Utifrån graden av framgång eller motgång i ett bolags nuvarande verksamhet kan en årsstämma vara av typen formalitets- eller motivationsstämma.

## **Abstract**

**Title:** The annual general meeting – a place for influence

**Seminar date:** January 15th 2016

**Course:** FEKH69, Degree Project Undergraduate level, Business Administration, Undergraduate level, 15 ECTS.

**Authors:** Joakim Arvidsson, Alexander Hedlund and Mattias Nilsson.

**Advisor:** Hans Knutsson

**Key words:** Annual report, annual general meetings, decision-making material, behavioural economics, prospect theory.

**Purpose:** The purpose of this study is to examine how shareholders decisions making material is affected by the annual general meeting.

**Methodology:** This study has an inductive approach where observed differences in information and communication have guided the choice of theoretical framework. The empirical material has been gathered through veiled observations under annual general meetings.

**Theoretical perspectives:** Initially we narrate what firms are forced by law to share with their owners and what additional regulations of marketplaces consist of. After this the different cycles of the organisational life cycle is presented. This is followed by an introduction to behavioural economics and in particular prospect theory. The mentioned areas are then summarised and merged into an analysis model.

**Empirical foundation:** The empirical material consists of observations from the annual general meetings of Kentima, Hexatronic, Svolder, Taurus and KappAhl.

**Conclusion:** The observations in this study imply that there are differences between the annual report and the annual general meeting, both in content and the way it is communicated. When the firms in this study are put in the context of the organisational life cycle, firms in the earlier stages show more differences. The majority of differences put shareholders decision-making material under positive or negative influence. The study has come across more positively than negatively charged differences for all firms. Depending on the degree of prosperity or adversity in firms' current operations two types of annual general meetings can be typified. These are the motivational meeting and the formality meeting.

## Innehållsförteckning

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. Inledning</b> .....                             | <b>6</b>  |
| <b>1.1 Bakgrund</b> .....                             | <b>6</b>  |
| <b>1.2 Problematisering</b> .....                     | <b>7</b>  |
| <b>1.3 Problemformulering</b> .....                   | <b>8</b>  |
| <b>1.4 Syfte</b> .....                                | <b>8</b>  |
| <b>1.5 Studiens fortsatta disposition</b> .....       | <b>8</b>  |
| <b>2. Metod</b> .....                                 | <b>9</b>  |
| <b>2.1 Strategi och forskningsdesign</b> .....        | <b>9</b>  |
| <b>2.2 Den teoretiska referensramen</b> .....         | <b>10</b> |
| 2.2.1 Litteraturundersökning.....                     | 10        |
| 2.2.2 Val av teori .....                              | 10        |
| <b>2.3 Den empiriska studien</b> .....                | <b>11</b> |
| 2.3.1 Populationsurval .....                          | 11        |
| 2.3.2 Före årsstämman .....                           | 11        |
| 2.3.3 Under årsstämman.....                           | 12        |
| 2.3.4 Efter årsstämman.....                           | 12        |
| <b>2.4 Metodkritik</b> .....                          | <b>13</b> |
| 2.4.1 Reliabilitet.....                               | 13        |
| 2.4.2 Validitet.....                                  | 13        |
| 2.4.3 Etiskt ställningstagande .....                  | 14        |
| <b>2.5 Källkritik</b> .....                           | <b>14</b> |
| <b>2.6 Juridiska angelägenheter</b> .....             | <b>15</b> |
| 2.6.1 Inspelning på årsstämmor .....                  | 15        |
| 2.6.2 Samråd med Datainspektionen .....               | 15        |
| <b>3. Teoretisk referensram</b> .....                 | <b>17</b> |
| <b>3.1 Tidigare forskning</b> .....                   | <b>17</b> |
| 3.1.1 Årsstämma.....                                  | 17        |
| 3.1.2 Årsredovisning.....                             | 18        |
| <b>3.2 Informations- och kommunikationskrav</b> ..... | <b>19</b> |
| 3.2.1 Frivillig och lagstadgad kommunikation.....     | 19        |
| 3.2.2 Marknadsplatser .....                           | 19        |
| <b>3.3 Organisationslivscykeln</b> .....              | <b>20</b> |
| 3.3.1 Modellen .....                                  | 20        |
| 3.3.2 Indelning i livscykeln.....                     | 21        |
| <b>3.4 Beteendekonomi</b> .....                       | <b>22</b> |
| <b>3.5 Prospektteorin</b> .....                       | <b>23</b> |
| 3.5.1 Utvärderingsfasen .....                         | 23        |
| 3.5.2 Förlängning av teorins applicerbarhet .....     | 25        |
| <b>3.6 Analysmodell</b> .....                         | <b>25</b> |
| <b>4. Empiri</b> .....                                | <b>27</b> |
| <b>4.1 Empirikategorisering</b> .....                 | <b>27</b> |
| <b>4.2 Taurus Energy AB</b> .....                     | <b>28</b> |
| 4.2.1 Intryck av årsstämma.....                       | 28        |
| 4.2.2 Information.....                                | 28        |
| 4.2.3 Kommunikation .....                             | 28        |
| <b>4.3 Kentima Holding AB</b> .....                   | <b>29</b> |
| 4.3.1 Intryck av årsstämma.....                       | 29        |
| 4.3.2 Information.....                                | 29        |

|   |           |
|---|-----------|
| 4.3.3 Kommunikation .....                                       | 29        |
| <b>4.4 Hexatronic Group AB .....</b>                            | <b>29</b> |
| 4.4.1 Intryck av årsstämma.....                                 | 30        |
| 4.4.2 Information.....  | 30        |
| 4.4.3 Kommunikation.....  | 30        |
| <b>4.5 Svolder AB.....</b>                                      | <b>30</b> |
| 4.5.1 Intryck av årsstämma.....                                 | 31        |
| 4.5.2 Information.....  | 31        |
| 4.5.3 Kommunikation.....  | 31        |
| <b>4.6 KappAhl AB.....</b>                                      | <b>31</b> |
| 4.6.1 Intryck av årsstämma.....                                 | 31        |
| 4.6.2 Information.....  | 32        |
| 4.6.3 Kommunikation.....  | 32        |
| <b>4.7 Sammanfattning av empiri.....</b>                        | <b>32</b> |
| <b>5. Analys.....</b>   | <b>34</b> |
| <b>5.1 Årsstämmor vid olika marknadsplatser.....</b>            | <b>34</b> |
| <b>5.2 Indelning i livscykel.....</b>                           | <b>34</b> |
| 5.2.1 Entreprenörsstadiet.....                                  | 35        |
| 5.2.2 Formaliserings- och kontrollstadiet.....                  | 36        |
| 5.2.3 Strukturbearbetningsstadiet och nedgång.....              | 36        |
| 5.2.4 Sammanställning.....                                      | 37        |
| <b>5.3 Påverkan på beslutsunderlaget .....</b>                  | <b>37</b> |
| 5.3.1 Forum för påverkan .....                                  | 37        |
| 5.3.2 Värde av förändring.....                                  | 38        |
| 5.3.3 Sammanställning.....                                      | 39        |
| <b>5.4 Formalitetsstämma och motivationsstämma .....</b>        | <b>40</b> |
| 5.4.1 Klassificering av årsstämmor.....                         | 40        |
| 5.4.2 Sammanställning.....                                      | 41        |
| <b>5.5 Sammanfattning av analys .....</b>                       | <b>42</b> |
| <b>6. Slutsatser .....</b>                                      | <b>43</b> |
| 6.1 Påverkan genom årsstämman .....                             | 43        |
| 6.2 Avslutande diskussion.....                                  | 44        |
| 6.3 Framtida forskning.....                                     | 44        |
| <b>7. Källförteckning.....</b>                                  | <b>46</b> |
| <b>Bilaga 1: Empiritabell.....</b>                              | <b>53</b> |
| <b>Bilaga 2: Uträkning av genomsnittlig årlig tillväxt.....</b> | <b>55</b> |
| <b>Bilaga 3: Analystabell.....</b>                              | <b>56</b> |

## 1. Inledning

---

*Detta avsnitt har för avsikt att ge läsaren en målande bakgrund till informationen och kommunikationens betydelse för aktieägares investeringsbeslut. I problematiseringen formuleras sedan risken av att eventuella skillnader i information eller kommunikation uppstår. Sammantaget mynnar detta ut i en problemformulering och ett syfte vilken klargör vad uppsatsen ämnar besvara.*

---

### 1.1 Bakgrund

Genom en stark globalisering det senaste århundradet lever vi idag i en mer sammanhängande värld. Globaliseringen kan till stor del förklaras av teknologisk utveckling vilket banat vägen för nya investerings- och tillväxtpotentialer. Utfallet har blivit att kapitalet färdas längre samtidigt som möjligheten att investera i företag har öppnats upp för en bredare publik (Nationalencyklopedin, 2015a). Detta i kombination med begränsat ägandeansvar, vilket enligt Jensen och Meckling (1976) skapade nya ägandestrukturer, är bidragande till dagens mer decentraliserade ägande. Nya ägarstrukturen bestående av fler individuella aktieägare och olika institutioner har i sin tur förändrat efterfrågan av information att basera investeringsbeslut på.

Att information skulle vara en bristvara i dagens samhälle är det inte många som skulle påstå. Informationssamhället har blivit en term som används frekvent för att beskriva de industrialiserade länder vi idag lever i (Nationalencyklopedin, 2015b). Internet är troligen den största bidragande faktorn till att information numera är mer tillgängligt än tidigare. Som ett resultat av denna utveckling tycks informationssamhälle idag vara synonymt med IT-samhälle. Detta har inneburit att tillgängligheten av information om bolag och dess verksamhet ökat. Däremot säger det inget om kvalitén på informationen eller hur den bör kommuniceras. Som ett resultat har styrsystem och regelverk gällande utgivandet av information varit i myndigheters och intresseorganisationers ständiga fokus (Lawrence, 2013).

Information om bolag och dess verksamhet är idag inte den trånga sektorn när ett investeringsbeslut ska tas. Problemet en aktieägare ställs inför är snarare att bearbeta den information som finns tillgänglig för att hitta det som är av värde. Hur informationen kommunicerats är även avgörande för det värde vi tillskriver dess innehåll eller budskap. Information och hur den kommuniceras är således en viktig del av aktieägares beslutsunderlag vilket är helt i linje med följande citat:

As investors in U.S securities thus faces a challenge unimaginable to Graham and Dodd. When the latter suffered a paucity of information, investors today confront a surfeit. Company financials are denser, and the information on the Internet is, of course, unlimited - a worrisome fact given its uneven quality. The challenge is to weed out what is irrelevant, insignificant, or just plain wrong, or rather, to identify what in particular is important.

(Lowenstein, 2008, s.57)

## **1.2 Problematisering**

Vare sig det är en individ eller institution som står inför valet att trycka på köp- eller säljknappen så är det slutliga beslutet ett resultat av en tolkningsprocess av information. Detta har banat väg för en diskussion om hur utgiven information tolkas och används i praktiken. Denna diskussion har i huvudsak två motsatta perspektiv. Ett perspektiv gestaltas av neoklassisk ekonomisk teori vilken antar en effektiv marknad. Antagandet upprätthålls av att individer utifrån befintlig information tar rationella och välgrundade beslut (Nationalencyklopedin, 2015c). Det andra perspektivet påträffas i beteendevetenskapen där människan istället anses ha en begränsad rationalitet (Kahneman, 2003). Detta synsätt underbyggs av forskning som påvisar att människors slutledningsförmåga och preferenser påverkas av vår kognitiva förmåga (Kahneman & Tversky, 2000). Uppfyllande av teorier som antar en rationell individ skulle således innebära att människor har en oklanderlig logisk förmåga (Kahneman, 2003).

Vad som skapar bäst förutsättningar för ekonomin att blomstra borde således styras av den underliggande teorin kring hur finansiell kommunikation fungerar. Det inkluderar hur utgiven information tolkas och används i praktiken. Utan någon djupare forskning går det att konstatera att världens lagstiftare och intresseorganisationer inte antar en perfekt marknad. Stor del av bolags informationsutgivande är trots allt lagstadgad kommunikation. Något som sympatisörer för reglering menar ger högre jämförbarhet och skydd mot missvisande information (Deegan & Unerman, 2011). Även om sympatisörerna har rätt antas fortfarande individer vara rationella nog att ta välgrundade beslut utifrån tillgänglig information. Mer tillgänglig information skulle således utgöra ett bättre underlag för den rationella investeraren. Genom att se på förhållandet med beteendevetenskapens ögon kan vad lagstiftare och intresseorganisationer ämnar upprätthålla med lagstadgad kommunikation ifrågasättas. Mer information behöver då inte nödvändigtvis antas vara bättre.

Den lagstadgade kommunikationen som en aktieägare kan ta del av för att fatta ett investeringsbeslut är årsredovisning och årsstämma. Årsredovisningen är en skriftlig sammanställning av året som gått och torde därför vara en rimlig utgångspunkt för investerare att basera sina beslut på. Årsstämman kan med sin muntliga utformning inte vara en exakt replikering av det som står i årsredovisningen. Det finns således en inbyggd risk att skillnader i information och kommunikation uppstår. Skillnader som eventuellt uppkommer blir dock bara uppenbara för aktieägare som närvarar på årsstämman.

Problematiken med att skillnader kan förekomma är om det finns ett värde i denna diskrepans och därigenom påverkar aktieägares beslutsunderlag. Att aktieägare faktiskt väljer att närvara på årsstämmor indikerar att där ges ut information av värde (Martinez-Blasco, Garcia-Blandon & Argiles-Bosch, 2015). Det ska dock beaktas att aktieägares närvaro på årsstämman även kan förklaras av att det ger möjlighet att göra sin röst hörd och styra företaget. Forskning har inte visat något resultat gällande värdet av information som ges ut på årsstämmor, se exempelvis Martinez-Blasco, Garcia-Blandon och Argiles-Bosch (2015) samt Olibe (2002). Det finns alltså en osäkerhet kring om det faktiskt finns en diskrepans av information och kommunikation men också om en sådan är av värde för aktieägare. Gemensamt för dessa författares forskning på området är att frågan utreds med neoklassisk teori som bas. Eventuell informations- eller kommunikationsasymmetri mellan de två forumen



kan, med antagandet att människor har begränsad rationalitet, nå andra resultat gällande påverkan på aktieägares beslutsunderlag. Denna påverkan har inte blivit besvarad i tidigare forskning varför vi ämnar belysa detta område.

### 1.3 Problemformulering

Utifrån problematiseringen ovan avser vi att besvara följande frågeställning:

*Hur förändrar årsstämman beslutsunderlaget för en aktieägare?*

För att besvara denna övergripande frågeställning behöver vi svara på två underfrågor:

- Finns det skillnader mellan årsredovisningen och årsstämman vad gäller information och kommunikation?
- Hur påverkar skillnaderna beslutsunderlaget?

### 1.4 Syfte

Denna uppsats ämnar att på ett explorativt sätt undersöka hur aktieägares beslutsunderlag påverkas vid närvarande på årsstämman.

### 1.5 Studiens fortsatta disposition

*Kapitel 2:* I detta avsnitt presenteras de grundval uppsatsens genomförande vilar på. Avgränsningar och motivering för forskningsstrategi och design, teoretisk referensram samt empirisk studie ges. Uppkomna juridiska angelägenheter hanteras för att avslutningsvis ta upp käll- och metodkritik för uppsatsen.

*Kapitel 3:* Inledningsvis presenteras tidigare forskning om årsredovisningar och årsstämmor. Vidare hanteras de olika informations- och kommunikationskrav som gäller för företag i Sverige. Slutligen presenteras de teoretiska ramverken och hur dessa tillsammans bildar analysmodellen för uppsatsen.

*Kapitel 4:* I detta kapitel presenteras först definitioner för olika typer av skillnader efter vilka empirin grupperats. Detta följs av en presentation av företagen i den undersökta populationen, de intryck som inhämtats samt en informations- och en kommunikationsskillnad för respektive företag.

*Kapitel 5:* Utifrån uppsatsens analysmodell analyseras i detta kapitel det empiriska materialet. Denna analys tar sikte på att på att skapa ett sammanhang för det empiriska materialet för att sedan fortsätta i en tolkning av dess påverkan på en aktieägares beslutsunderlag. Slutligen presenteras ett avslutande avsnitt som klassificerar företagens årsstämmor.

*Kapitel 6:* Här hanteras uppsatsen slutsatser, avslutande diskussion om implikationer och fortsatt forskning. Utifrån vad som har analyserats i tidigare kapitel utformas slutsatserna som besvarar frågeställningen och knyter an till syftet för uppsatsen. Den avslutande diskussionen kretsar kring slutsatsernas implikationer och betydelse för forskningsområde. Kapitlet avslutas med tre förslag på fortsatt forskning.

## 2. Metod

---

*I detta avsnitt ämnar vi guida läsaren i frågor som rör de grundval uppsatsens genomförande vilar på. Avgränsningar och motiveringar till de val som gjorts tas upp. Mer specifikt berörs val av forskningsstrategi, forskningsdesign, analysmetod och den empiriska studien. Avslutningsvis hanteras juridiska angelägenheter och en kritisk genomgång av uppsatsens metod görs.*

---

### 2.1 Strategi och forskningsdesign

Uppsatsens strategi är att klassificera som kvalitativ då vikten läggs vid ord istället för kvantifierbar information (Bryman & Bell, 2013). Mer specifikt undersöks hur skillnader i information och kommunikation påverkar aktieägares beslutsunderlag. Just hur vi människor upplever vår tillvaro eller omgivning är något Lundahl och Skärvad (1999) nämner som ett kännetecken för en kvalitativ undersökning.

Utgångspunkten för vår forskning har varit att de empiriska observationerna ska vägleda oss i valet av teoretiska ramverk. Vi har således inte valt ett teoretiskt ramverk i förväg utan låtit det formas av vårt forskningsarbete. Detta speglar vad Bryman och Bell (2013) beskriver som ett induktivt synsätt på relationen mellan teori och forskningspraxis. Samma författare menar även att en kvalitativ forskningsstrategi är induktiv och tolkande till sin art. Jämförelse av årsstämmor och årsredovisningar är ett utforskat område. Våra observationer på stämmorna har därför varit en viktig del i att hitta rätt teoretiskt perspektiv för att tolka dessa. Bryman och Bell (2013) skriver även att ett induktivt arbetssätt troligen rymmer inslag av ett deduktivt. I vårt fall har det inneburit att vi efter valet av teori blev tvungna att samla in kompletterande material för att matcha teorierna. Arbetssättet har även resulterat i att vi tagit ett beteendevetenskapligt perspektiv istället för ett neoklassiskt. Detta eftersom vi under årsstämmorna upptäckte att sättet att kommunicera var betydelsefullt.

Vår uppsatts har en explorativ fallstudiedesign. Designen faller sig naturlig då vi valt att studera en specifik händelse, årsstämman. Bryman och Bell (2013) menar att ett intensiv granskning av miljön eller situationen är i fokus vid fallstudier. Detta åskådliggörs i vår uppsatts genom att vi besökt olika bolags årsstämmor för att uttyda hur dessa påverkar aktieägares beslutsunderlag. Lundahl och Skärvad (1999) nämner vidare att en fallstudiedesign är lämplig då forskningsfrågan innehåller hur. Då tidigare forskning på området är begränsad har fallstudiens utgångspunkt och syfte varit av explorativ art. Detta stämmer bra överens med vad Lundahl och Skärvad (1999) tar upp som vanliga syften för användandet av fallstudier. Samma författare menar även att fallstudien möjliggör ett holistiskt synsätt där vårt explorativa syfte utgör en god matchning.

## 2.2 Den teoretiska referensramen

### 2.2.1 Litteraturundersökning

Vi inledde vår arbetsprocess med att göra en litteratursökning via Lund Universitets sökmotor LUBsearch. Sökningen riktades mot artiklar för de forskningsområden vårt arbete var tänkt att beröra. Detta är helt i linje med vad Bryman och Bell (2013) rekommenderar för att kunna berättiga forskningsfrågor och utformningen av forskningsdesign. Sökningen inkluderade sök kraven: peer reviewed och academic journals. Två initiala söksträngar utformades med utgångspunkt i de två kommunikationskällorna, årsredovisning och årsstämma. En söksträng som inkluderade båda gav inte något underlag. I den första söksträngen angavs: *annual general meeting OR shareholders meeting OR general meeting AND information OR information asymmetry OR disclosure*. Den andra söksträngen bestod av: *annual report OR shareholder report OR 10-K AND information OR information asymmetry OR disclosure*. Utifrån dessa sökningar påträffades inte någon tidigare forskning som sökt svar på vår frågeställning. Vi har däremot hittat artiklar som behandlar kommunikationskällorna separat och dess påverkan eller betydelse för aktieägare. Ett 30-tal artiklars sammanfattningar lästes igenom varpå vi sedan valde att gå igenom de artiklar som vi fann relevanta. Av de artiklar som lästes igenom har ytterligare artiklar inhämtats via korsreferenser.

För att utreda betydelsen av våra observationer har vi valt att använda oss av beteendekonomisk teori, mer specifikt prospektteorin, samt organisationslivscykeln. Litteratursökningen utökades därmed till att även inkludera forskning på detta område. De två tidigare söksträngarna utökades till att även inkludera *AND prospect theory AND organizational life cycle*. Några relevanta artiklar hittades inte genom denna tilläggsökning. Vi har därför utformat tre separata sökningar på *Behavioural economics*, *Prospect theory*, samt *Organizational life cycle*. Detta för att förstå teorierna och vad som lett fram till deras uppkomst. I fallet med organisationslivscykeln har även artiklar identifierats från referenser ur Daft, Murphy och Willmott (2014).

### 2.2.2 Val av teori

Två etablerade teoretiska ramverk har använts för att beskriva och förstå vårt empiriska material. Till en början var prospektteorin vårt huvudsakliga ramverk men för att dela in och göra empirin begriplig har även organisationslivscykeln samt marknadsplatsers regelverk beaktats.

Valet att utgå från beteendevetenskapen och mer specifikt prospektteorin kan sägas ha styrts av tre faktorer. Den första var att tidigare forskning på områdena årsstämmor och årsredovisningar nästan uteslutande tagit ett neoklassiskt perspektiv. Genom att inte vandra i samma teoretiska fotspår som tidigare forskning har ambitionen varit att belysa nya synvinklar och effekter. Den andra faktorn grundade sig i vår personliga inställning till teorierna och dess syn på hur verkligheten borde tolkas. Därigenom föll valet på ett teoretiskt angreppssätt som ifrågasatte vad som inom neoklassisk ekonomisk teori är rimligt och rätt. Den sista faktorn var behovet av ett beslutsteoretiskt ramverk som kunde beskriva hur aktieägares beslutsunderlag påverkas. I vår analys har vi medvetet valt att fokusera på delar av prospektteorin, även om den presenterats i sin helhet i teorikapitlet. Detta motiveras utifrån att vi i

teorikapitlet inte velat framställa en felaktig bild av dess utformning samt att det möjliggjort reflektioner av resultaten.

Såväl företagens marknadsplatser som organisationslivscykeln har fyllt funktionen som objektiva fördelningsnycklar. Då marknadsplatsernas regelverk inte ansågs vara tillräckliga för fördelningen har fokus legat på den sistnämnda. Grunden till sökandet efter en fördelningsnyckel var att det under insamlingen av vårt empiriska material uppenbarade sig ett behov av att dela in företagen efter deras olikheter. Detta ansågs vara nödvändigt eftersom vårt insamlade material saknade kontext att placera händelserna i. Organisationslivscykeln generaliserade karaktärsdrag har varit ett stöd för analysen att vila på. Modellen blev ett naturligt val då denna ansågs vara väletablerad samt varit representerad i tidigare kurslitteratur.

## **2.3 Den empiriska studien**

Grunden för den empiriska studien lades genom ett urval av årsstämmor. För att åskådliggöra hur vi sedan valt att angripa den slutliga populationen har vi delat upp förfarandet i tre delar. Dessa delar rymmer hur vi samlat in och arbetat med det empiriska materialet före, under och efter årsstämmornas inträffande.

### **2.3.1 Populationsurval**

Vid starten för uppsatsen gjordes ett val utifrån språklig förståelse att begränsa oss till svenska bolag årsstämmor. Tidsramen var en annan faktor som begränsade antalet tillgängliga årsstämmor. Efter det initiala urvalet valdes sedan företag ut efter vilka årsstämmor som var mest kostnads- och tidseffektiva för oss att närvara på. Detta innebar att valet föll på Kentima Holding ABs stämma i Staffanstorp istället för Starbreeze ABs stämma i Stockholm, då dessa hölls på samma dag. Fyra stämmor slopades på grund av att de hölls i mitten av december och bedömdes vara för tätt in på inlämningen av denna uppsats. Sammantaget resulterade detta urval i att vi besökte årsstämmorna för Kentima Holding AB, Hexatronic Group Holding AB, Svolder AB, Taurus Energy AB och KappAhl AB. Ordningen företagen presenteras i följer samma ordning som de besöktes. Någon diskussion kring urvalsmetod eller annan avgränsning än ovan vad gäller typ av bolag eller bransch har inte förekommit då utbudet av årsstämmor under arbetets tidsram inte gett denna möjlighet.

### **2.3.2 Före årsstämman**

Det empiriska materialet i studien utgörs av skillnader i information och kommunikation mellan årsredovisning, inklusive till årsstämman tillhörande material, och årsstämma. Studien har möjliggjorts genom detta tillvägagångssätt då kunskap om samtliga företagshistoriska händelser varit orimliga att beakta. Då både årsredovisningen och årsstämman speglar samma period ansågs denna avgränsning vara rimlig. Exempel på till årsstämman tillhörande material är beslutsförslag och kallelse men innefattar även två undantagsfall. Dessa undantagsfall är ett pressmeddelande för KappAhl AB och en kvartalsrapport för Kentima Holding AB. Utan dessa undantagsfall skulle specifika observationer blivit missvisande.

För att rättfärdiga närvaron vid årsstämmorna krävdes initialt ett aktieinnehav i respektive bolag. För samtliga bolag köptes därför ägarandelar genom författarnas privata konto. Det ska noteras att författarna till uppsatsen inte haft någon tidigare koppling till de undersökta bolagen.

Inför varje årsstämma studerades bolagens årsredovisning samt till stämman tillhörande information. Detta arbete utfördes individuellt och ansågs därigenom täcka en bredare observationshorisont. Detta ledde till att var och en kunde notera den information eller de formuleringar i årsredovisningarna som de själva ansåg var viktiga.

### **2.3.3 Under årsstämman**

De empiriska observationerna som hämtats från årsstämmor har skett genom, vad Lundahl och Skärvad (1999) benämner som, maskerade direkta observationer. Detta möjliggjordes genom vår faktiska närvaro vid årsstämmorna i form av aktieägare. Valet att dölja vår närvaro som forskare motiveras med syftet att observera en så normal årsstämma som möjligt. Vid närvarandet som aktieägare under stämmorna har vi medvetet valt att förhålla oss passiva till all röstning gällande beslut. Möjligheten att ställa frågor har inte heller utnyttjats. Genom detta förhållningssätt menar vi att eventuella felaktigheter i vår observationsmiljö har hållits på en låg nivå vilket i sin tur givit oss ett rent empiriskt material. Ett lågt deltagande kombinerat med ett omedvetet observationsobjekt genererar, med stöd av Lundahl och Skärvad (1999), observationer av naturlig karaktär.

Under årsstämmorna fördes individuella anteckningar. Detta tillvägagångssätt stöds av Bryman och Bell (2013) som poängterar att människans minne inte är helt pålitligt varför fältanteckningar ska göras så snabbt som möjligt efter att observationer av intresse upptäckts. Vidare spelades årsstämmorna in med hjälp av mobiltelefon och dator för att i efterhand kunna gå tillbaka och ta del av årsstämmans innehåll. Denna strategi stöds även av Bryman och Bell (2013) för att vara vedertagen.

### **2.3.4 Efter årsstämman**

Direkt efter varje årsstämma skrev vi individuellt ner de observationer vi gjort, vilka sedan diskuterades i grupp. Syftet med detta tillvägagångssätt var att få en så bred bild som möjligt och därmed kringgå problematiken att påverka varandras observationer. Att vi gjort sammanställningen i direkt anslutning till årsstämman har även i någon mån förhindrat att viktiga observationer glömts bort eller tolkats fel. Tillvägagångssättet stöds av Bryman och Bell (2013) som menar att observationer lätt glöms bort eller tolkas fel om de inte skrivs ned. Vi har här även tagit hjälp av inspelningarna från årsstämmorna för att förhindra förekomsten av tolkningsfel eller att observationer utelämnats. Vi har valt att inte transkribera det insamlade materialet då nyttan ansågs understiga värdet av detta. Framförallt med tanke på årsstämmornas omfattning.

Efter sammanställningen av observationerna har vi sökt igenom varje företags årsredovisning efter de observationer vi hittat. Detta för att ta bort observationer som inte utgjorde någon skillnad mellan forumen. De observationer som kvarstod har utifrån uppsatsens definition för informations- och kommunikationsskillnader sedan grupperats. Likt tidigare har denna indelning först gjorts individuellt för att sedan diskuteras i grupp. Det sista momentet har utgjorts av att vi delat upp inspelningarna av årsstämmorna inom forskningsgruppen så att dessa har lyssnats igenom en andra gång i sin helhet. De empiriska observationerna har därför i viss mån säkerställts vara kompletta till antalet samt tolkats på rätt sätt.

## 2.4 Metodkritik

Då uppsatsen är utformad efter en kvalitativ forskningsstrategi kan det enligt Bryman och Bell (2013) finnas en problematik i att använda de vanliga termerna, reliabilitet och validitet, för att få en bild av undersökningens kvalitet. Författarna tar upp att dessa begrepp kan behöva justeras för att komma runt problematiken med att kvalitativ forskning inte i huvudsak är ute efter att mäta något. Vi har med hjälp av LeCompte och Goetz (1982) angripit denna problematik genom deras definitioner för intern och extern reliabilitet samt validitet för kvalitativ forskning.

### 2.4.1 Reliabilitet

#### *Intern*

Då det rör sig om subjektiva bedömningar menar Bryman och Bell (2013) att det finns en risk att överensstämmelsen mellan observatörerna är låg. Vi har sedan starten varit medvetna om att vårt arbete byggts upp med subjektiva bedömningar. För att hantera detta på bästa sätt har mycket av det initiala arbetet varit individuellt. Detta för att först skapa sig en egen uppfattning som sedan övergår till öppna diskussioner. Därigenom har problemet att påverka varandras empiriska observationer kringgåts. Det kan tyckas motsägelsefullt att en individuell uppdelning leder till ökad intern reliabilitet. Genom ett aktivt arbete med definitioner för hur empirin ska tolkas och grupperas menar vi dock att så är fallet. Det individuella arbetet utifrån definitionerna har möjliggjort att fokus kunnat läggas på de observationer som vi tolkat på olika sätt. En hög intern reliabilitet uppnås då vi slutligen är överens i vår tolkning av observationerna.

#### *Extern*

Den externa reliabiliteten för vår uppsats kan anses vara låg. En social miljö är i enlighet med LeCompte och Goetz (1982) att anses som omöjlig att frysa. Den sociala miljön, i vårt fall årsstämman, är unik i den meningen att det som sägs under årets stämma inte kan återupplevas på nästkommande stämma. I takt med att fler stämmor tillhandahåller videoinspelning av delar eller hela årsstämman kan denna svaghet för den externa reliabiliteten komma att ändras. Det finns inget som hindrar kommande forskning från att undersöka exakt det vi gjort både på samma eller annan population av bolag. Av förklarliga skäl kommer dock observationerna att vara annorlunda.

### 2.4.2 Validitet

#### *Intern*

Den interna validiteten avgörs genom överensstämmelsen mellan forskningens observationer och de teoretiska idéer som utvecklats (LeCompte & Goetz 1982). För uppsatsen och dess undersökta population får den interna validiteten anses vara hög. Detta eftersom vi funnit god överensstämmelse mellan våra observationer och de forskningsbidrag dessa resulterat i. Den interna validiteten kan dock kritiseras ur aspekten att våra observationer får anses vara insamlade genom punktinsatser. En långvarig närvaro eller delaktighet för insamlandet av observationer har genom årsstämmans natur inte varit möjlig.

När det kommer till presentationen av de observerade skillnaderna har vi valt att redogöra två observationer mer ingående för varje företag. Resterande observationer har presenterats i en tabell. Detta kan tyckas minska den interna validiteten. Däremot menar vi att eftersom de observationerna som valts ut beskriver skillnaderna tydligast är det snarare än illustration än ett försök att påverka forskningsbidraget. Detta

tillvägagångssätt grundar sig i vår explorativa ansats där vi menar att de utvalda observationerna visar fenomenet bäst.

#### *Extern*

Då vår population består av fem företag har det utifrån underlaget inte gått att dra några generella slutsatser. Detta är ett problem som LeCompte och Goetz (1982) även konstaterar beror på att kvalitativa studier i stor utsträckning använder sig av fallstudier och begränsade urval. Även Lundahl och Skärvad (1999) poängterar att någon statistiskt generalisering ej går att uppnå med fallstudiedesign. I vårt fall har antalet bolag för studien till stor del begränsats av de tillgängliga stämmorna inom uppsatsens tidsram. Skulle en liknande studie genomföras under vårens månader torde detta inte vara ett problem. Det vår analys har indikerat ska dock inte undermineras då vi faktiskt kunnat påvisa skillnader i information och kommunikation för våra undersöka bolag. Detta stöds av Lundahl och Skärvad (1999) utifrån det som benämns analytisk generalisering vilket inkluderar att se mönster i resultaten. Slutligen ska det noteras att syftet med uppsatsen har varit av explorativ art och därför har inte någon generalisering åsyftats.

### **2.4.3 Etiskt ställningstagande**

Etiska frågor är ett väletablerat område inom den samhällsvetenskaplig forskning. Inte minst företagsekonomiska kvalitativa studier som till sin natur är relativt ospecificerade. Dessa bringar nämligen svårigheter i att informera eventuella deltagare om den korrekta innebörden av deras engagemang. Exempel på etiska principer inom svensk forskning är informationskravet, samtyckeskravet, falska förseglingar, konfidentialitets- och anonymitetskravet samt nyttjandekravet (Bryman & Bell, 2013).

De mest centrala frågorna som berört vår uppsats är de om informationskrav och samtyckeskrav. De övriga som listas är inte aktuella då vi inte kommer hantera direkta personuppgifter, se avsnitt för juridiska angelägenheter. Informations- och samtyckeskravet behandlar båda den etiska principen att informera berörda parter om undersökningens syfte. Den senare principen hanterar även deltagarnas godkännande att delta (Bryman & Bell, 2013). En förfrågan om tillåtelse att genomföra undersökningen skulle potentiellt kunna förändra undersökningsmiljön till att anta en annan form än normalt. Vetenskapsrådet (2011) nämner i sin publikation att undantag från kravet är att få samtycke kan vara nödvändigt vid dolda observationer. I sådana fall uppmanar samma myndighet att ett sådant godkännande ska hämtas i efterhand. Detta ansågs dock inte vara praktiskt genomförbart då alla deltagare vid de olika årsstämmorna inte kunde tillfrågas i efterhand. Vi har även fört en diskussion med vår handledare angående vetenskapsrådets rekommendation varpå vi inte kommit fram till något annorlunda tillvägagångssätt.

### **2.5 Källkritik**

Vid insamlingen av det empiriska materialet har företagens publicerade årsredovisningar använts. Dessa har inhämtats på respektive företags hemsida samt erhållits i pappersformat vid närvarande på årsstämma. Då ytterligare information än den som är publicerad i årsredovisningen använts har detta angivits. Vi är medvetna om att det finns en risk för att information som är publicerad av företagen själva kan

vara vinklad. Däremot anser vi inte att detta påverkar uppsatsens trovärdighet eftersom det är skillnader mellan forumen, båda utgivna av företagen, som undersöks.

För att undersöka vad som tidigare har gjorts inom ämnet samt finna lämpliga teorier har bland annat vetenskapliga artiklar använts. Dessa artiklar var referentgranskade vilket innebär att de är granskade av forskare inom ämnet och ger därför artiklarna hög tillförlitlighet. I några fall har korsreferenser använts vilket gjort att enstaka artiklar inte har kontrollerats för att vara referentgranskade. Dessa kan anses vara mindre trovärdiga och de har därför lästs med ett mer kritiskt öga. Det ska även tilläggas att de artiklar som lästs via korsreferering har uteslutande hittats via referentgranskade artiklar och i ett fall från kurslitteratur. De korsrefererade artiklarna får därmed anses ha genomgått någon form av översyn vilket visar på kredibilitet.

Majoriteten av de böcker som använts har varit kurslitteratur i tidigare kurser. I de fall böckerna inte varit kurslitteratur har dessa skrivits av välrenommerade experter inom området. Vidare har det lagts vikt på att använda så aktuella källor som möjligt. Vid de tillfällen vi trots allt använt oss av äldre källor har bedömningen gjorts att dessa fortfarande är tillämpningsbara och snarare gett en onyanserad bild. I det fall ursprungskällan inte varit möjlig att införskaffa har hänvisning till ursprungsförfattaren trots allt gjorts.

## **2.6 Juridiska angelägenheter**

Inför insamlingen av det empiriska materialet har vi i olika avseenden sökt information kring juridiska frågor. För att tydliggöra vilka funderingar vi haft redovisas dessa nedan följt av eventuella svar.

### **2.6.1 Inspelning på årsstämmor**

I enlighet Brottsbalken (1962:700) 4 kap 9a § har vår dolda inspelning av årsstämmor ansetts som laglig. Eftersom vi i form av aktieägare haft rätten att närvara under sammankomsterna uppfylls inte det kumulativa rekvisitet. Vidare regleras en aktieägars skadeståndsansvar i Aktiebolagslagen (2005:551). Då vi varken haft uppsåt eller agerat oaktsamt med den information vi inhämtat på årsstämmorna ska ett skadeståndsansvar för den information vi presenterar inte föreligga. Något ansvar för att vi publicerat kurspåverkande information föreligger inte heller då företagen själva skulle ha offentliggjort sådan information före stämmans öppnande (Sahibzada, Pehrsson & AJB Bergh Advokatbyrå AB, 2004). Liknande påståenden återfinns i regelverken för handelsplattformerna, se Nasdaq OMX (2015a), Aktietorget (2015) och Nasdaq OMX (2015b).

### **2.6.2 Samråd med Datainspektionen**

För att klargöra de juridiska omständigheterna för hanteringen av det material som samlas in genom ljudinspelning på årsstämmorna har vi haft telefonkontakt med en jurist från Datainspektionen. Nedan presenteras en sammanfattning av samtalets innehåll samt vad som framgått av deras hemsida.

Vid inspelning av årsstämma och spridning av den information som framkommit därifrån blir Personuppgiftslagen (1998:204) 5a § gällande. Inspelning av årsstämma får anses vara av typen ostrukturerad behandling enligt första stycket i ovan nämnda lag. Detta gör att andra stycket, benämnt missbruksregeln, är det som bör beaktas när vi bearbetar det material som vi spelat in (Datainspektionen, 2015a).



Vad som innefattar en kränkning av den registrerades personliga integritet är en avvägning utifrån det specifika fallet och innefattar således mer än bara vilka uppgifter som behandlas. Vad som även ska tas i beaktning är vilket sammanhang uppgifterna förekommer, för vilket syfte de behandlas, vilken spridning de har fått eller riskerar att få samt vad behandlingen kan leda till (Datainspektionen, 2015b). Juristens slutgiltiga rekommendation var att en större försiktighet skulle tillämpas på individuella aktieägares integritet än när det kommer till mer offentliga personer, exempelvis vd och styrelseordförande (Personlig kommunikation, 10 november, 2015).

### 3. Teoretisk referensram

---

*I detta kapitel presenteras den teori som varit till grund för uppsatsen. En redogörelse ges för vad som tidigare är skrivit om årsstämmor och årsredovisningar. Vidare beskrivs vad företagen enligt lag är skyldiga att informera aktieägare om samt hur kraven skiljer sig åt beroende på vilken marknadsplats företaget är noterat på. Därefter presenteras teorin för organisationslivscykeln och prospektteorin. Slutligen redogörs det för den modell det empiriska materialet är tänkt att analyseras med.*

---

#### 3.1 Tidigare forskning

##### 3.1.1 Årsstämma

Ämnet årsstämmor har behandlats på en rad olika sätt i litteraturen. Exempel på hur årsstämmor undersökts i forskning under det senaste decenniet är genom vilken information som kan utvinnas, den legala miljön och dess effekter på årsstämmor samt årsstämman som en mekanism för bolagsstyrning. Det är endast en artikel som hittats där årsstämman behandlas utifrån ett beteendevetenskapligt perspektiv.

Artikeln med ett beteendevetenskapligt angreppssätt är skriven av Marchisio (2015) i vilken hon menar att forskning funnit bevis för att aktörers resonemang och beslut är influerat av systematiska fel. I artikeln listar hon en rad olika typer av fel på grupp- och individnivå samt deras möjliga inverkan vid en årsstämma. På gruppnivå är några exempel på felkällor gruppinflytande, allmän kännedomseffekt och gruppolarisering. När det kommer till individnivå handlar det istället om riskaversion, tillgänglighet och referenspunkt samt informationsöverskott (Marchisio, 2015). Hon menar att sådana felkällor förhindrar årsstämmor, samt andra grupporienterade processer, från att generera välinformerade beslut.

Forskningen kring årsstämmor har, som tidigare nämnts, inte i huvudsak en beteendevetenskaplig utgångspunkt. En annan genre har istället satt den faktiska informationsutvinningen i fokus. Exempelvis tar Martinez-Blasco, Garcia-Blandon och Argiles-Bosch (2015) i sin forskning fokus på att undersöka om värdefull information ges ut på årsstämmor. Olibe (2002) är en annan författare som har haft liknande fokus. Han undersöker om kommunicerad information bygger på information tillgänglig i preliminära resultattillkännagivanden och årsrapporter. Olibe (2002) menar att om relevant information släpps på årsstämman borde även handeln av värdepapper öka. Resultaten i hans forskning visar att oväntad kursutveckling och hög handelsvolym uppstod dagarna före årsstämmor. Han menar att detta visar på att information sprids under dagarna före stämman. Resultatet menar Olibe (2002) har sin grund i att mer information ger upphov till bland annat förändrad uppfattning och omvärdering av risk. Författarens resultat säger också att signifikanta prisförändringar skedde på dagen för årsstämman samt dagarna innan årsstämman. Resultatet från artikeln av Martinez-Blasco, Garcia-Blandon och Argiles-Bosch (2015) är dock i någon mening motsatt för länder med angloamerikanskt rättssystem. Där tycks årsstämmor inte påverka avkastning eller prisvolatilitet vilket i så fall betyder att informationen inte är relevant för marknaden som helhet (Martinez-Blasco, Garcia-

Blandon & Argiles-Bosch, 2015). Däremot visar samma författares forskning, på samma vis som Olibe (2002), att det sker en signifikant ökning i handlad volym aktier, vilket de menar kan förklaras av att information fyller ett syfte för individuella investerare. Martinez-Blasco, Garcia-Blandon och Argiles-Bosch (2015) kunde inte göra en generalisering av resultatet vad gäller länder med civilrättsligt inriktning.

En avslutande kategorisering som kan göras i litteraturen kring årsstämmor är just dess funktion inom bolagsstyrning. Huvudfunktionen med att hålla årsstämma är enligt Strätling (2003) att få ägarnas godkännande för beslut, informera aktieägarna om finansiella resultat och väsentliga beslut som tagits under året samt för att skapa ett forum för diskussion mellan ledningen och aktieägarna. På samma ämne skriver Marchisio (2015) i sin rapport att reglerare, i detta fall i form av EU-lagstiftning, ser årsstämmor som ett sätt att minska agentproblematiken. Detta då aktieägare ges möjlighet att direkt påverka bolagsstyrningen.

### **3.1.2 Årsredovisning**

Utvidgas området årsredovisningar till att även inkludera 10-K rapport så finns det en stor mängd tidigare forskning att ta del av. 10-K rapporter avser den årliga sammanställning för bolag som är ett krav enligt U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). SEC är den amerikanska tillsynsmyndigheten för värdepappershandel (SEC, 2013). Både årsredovisningar och 10-K rapporter behandlar året som gått men där den sistnämnda innehåller mer detaljerad information om bolagets finansiella ställning (SEC, 2009).

SEC var en aktör som tidigt gick in i debatten för utvecklingen av finansiell information till bolagens ägare. SEC (1972) uttrycker bland annat att bolagen gör skillnad på informationen de ger ut i den glansiga årsredovisningen till ägarna jämfört med informationen i 10-K rapporten. Vidare betonar de vikten för bolagen att förse såväl små som stora aktieägare med information som kan påverka ett köp- eller säljbeslut (SEC, 1972).

Till följd av att informationsmaterialet idag är mer lättillgängligt har forskningen på senare tid inriktat sig på innehållet i rapporter samt dess effekt på läsaren och marknaden. Språkbruket har därför varit i stort fokus i tidigare forskning, se Thomas (1997) samt Czyzewski och Wilkinson (2014). You och Zang (2008) valde istället att göra en kvantitativ studie som fokuserade på marknadseffekten som uppstod då bolagen publicerar sina årsredovisningar. Lawrence (2013) gör i sin tur en kombination av de två angreppssätten då han först undersöker om klarare finansiell information lockar fler investerare. Han undersöker sedan om deras avkastning blir bättre av att investera i dessa bolag.

De lingvistiska studierna skrivna av Thomas (1997) samt Czyzewski och Wilkinson (2014) har båda valt att fokusera på samma del av årsredovisningen. I den förstnämnda studien har VD har ordet analyserats utifrån hur bra respektive dåliga nyheter kommuniceras medan den sistnämnda studien tar sikte på läsvänligheten i VD har ordet. Thomas (1997) poängterar att det sällan är vd själv som skriver avsnittet utan att det snarare är en produkt av flera personers arbete. Czyzewski och Wilkinson (2014) finner dock att den genomsnittliga amerikanska medborgaren upplever stora lässvårigheter och har bristande förståelse för vad som står i VD har ordet. Lawrence (2013) finner å andra sidan belegg för att cirka 50 procent, i en undersökning av 1600

respondenter, tycker att VD har ordet tillsammans med årsredovisningen ger användbar information. I detta sammanhang ska det poängteras att Thomas (1997) finner att bolag hänför positiva resultat till vd och ledning medan negativa resultat hänförs till faktorer utom bolagets kontroll. Samma författare menar slutligen att: *“It isn’t simply a matter of describing the company with a pretty pen, but of positioning that company according to the priorities of those who are in control”* (Thomas, 1997, s. 51).

You och Zang (2008) anser att mycket av det som presenteras i årsredovisningen redan är känt sedan tidigare genom kvartalsrapporter och bokslutskommuniké. De menar att investerare således ser utgivandet av årsredovisning och 10-k rapport mer som en formalitet. Utöver det finner samma författare att investerare tenderar att underreagera på informationen i årsredovisningar på grund av dess mängd, komplexitet och osäkerhet (You & Zang, 2008). Trots detta presenterar Lawrence (2013) att SEC, FASB och IASB på senare år varit intresserade av att få veta huruvida investerare gynnas av klarare och tydligare information. Samma författare menar dock att irrelevanta detaljer kan förvirra och missleda investerare vilket även hindrar deras övriga förståelse av information. Lawrence (2013) menar även att detta går emot den generella synen att mer information är bättre än mindre.

## **3.2 Informations- och kommunikationskrav**

### **3.2.1 Frivillig och lagstadgad kommunikation**

Kommunikation kan övergripande delas in i frivillig och lagstadgad (Solomon, 2013). Till frivillig kommunikation hör bland annat rapportering av socialt ansvar och framtidsprognoser (Healy & Palepu, 2001). I korthet skulle man kunna beskriva frivillig kommunikation som all kommunikation som inte är lagstadgad. Den lagstadgade kommunikationen utgörs av årsredovisning samt årsstämma och styrs i Sverige av Bokföringslagen (1999:1078) (BFL), Årsredovisningslagen (1995:1554) (ÅRL) och Aktiebolagslagen (2005:551) (ABL). För samtliga aktiebolag i Sverige skall den löpande bokföringen avslutas med årsredovisning (6:1 §, p 1, BFL). I årsredovisningen presenteras året som har gått genom en resultat- och balansräkning med tillhörande noter samt en förvaltningsberättelse (2:1 §, p 1-4, ÅRL). Det är även obligatoriskt för aktieägarna att hålla årsstämma inom sex månader från utgången av varje räkenskapsår. Under årsstämman ska beslut tas om ägarna godkänner den årsredovisning och revisionsberättelse som styrelsen lagt fram (7:10 §, ABL).

### **3.2.2 Marknadsplatser**

Bolagen som innefattas i denna studie är alla noterade. De är däremot inte registrerade på samma marknadsplats. Varje marknadsplats har sitt eget regelverk och följaktligen har företagen i vår studie olika regler, utöver det lagstadgade, att förhålla sig till. En indelning kan göras mellan reglerade och oreglerade marknader. Reglerna för de oreglerade marknader är mindre omfattande än de som gäller reglerade marknader. De oreglerade marknaderna benämns i Sverige som handelsplattformar medan reglerade marknader ingår i börser (Finansinspektionen, 2015). Aktuella marknader att ta upp för den här studien är börsernas Nasdaq OMX Stockholm (Stockholmsbörsen) samt de två handelsplattformarna First North och Aktietorget. Nedan beskrivs kortfattat respektive marknadsplats och därefter belys de regelmässiga skillnader som är relevanta gällande krav på informationsutgivning.

De tre olika marknaderna har informationsregler av något slag som initialt gestaltas av en generalklausul. Till att börja med utgår vi ifrån Stockholmsbörsens generalklausul som lyder:

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.

(Nasdaq OMX, 2015a, s.23)

I anslutning till denna klausul ges sedan omfattande hänvisning till regelverk, specificeringar av offentliggöranden och kurspåverkande information. Liknande går att utläsa i regelverket för First North men med skillnaden att informationen ska ha en signifikant påverkan på bolagets värdepapper (Nasdaq OMX, 2015b). I anslutningsvillkoren för bolag noterade på Aktietorget återfinns inte riktigt samma formuleringar. Övergripande ska information ämnad att på ett eller annat sätt påverka bilden av bolaget, som inte är oväsentlig, offentliggöras snarast (Aktietorget, 2015). Det går alltså med uppbackning av grundklausulerna att se skillnader gällande graden av reglering mellan de olika marknaderna. Stockholmsbörsen är således mer precist och ingående än de övriga två. Därigenom ges mindre handlingsutrymme för bolagen.

### 3.3 Organisationslivscykeln

#### 3.3.1 Modellen

Oavsett vilket företag som åsyftas står alla någon gång inför utmaningarna att växa och förändras. Organisationslivscykeln är en modell som kan användas för att förutspå organisationers strukturer, beteende och förändringar (Quinn & Cameron, 1983). Modellen beskriver ett antal faser företag går igenom. En process som kortfattat kan beskrivas som att företag uppstår, åldras och tillslut slutar existera (Daft, Murphy & Willmott, 2014).

I litteraturen har dock en betydligt mer ingående differentiering av dessa faser skett där olika organisationsspecifika kriterier specificeras för de olika faserna. Quinn och Cameron (1983) identifierade nio olika modeller som de granskade och sammanställde till en summerande modell. Denna modell har tolkats och återgivits i form av en bild i Daft, Murphy och Willmott (2014), se figur 1. De olika stadierna i figuren benämns entreprenörs-, kollektiv-, formalisering och kontroll- samt strukturbearbetningsstadiet. När en organisation tagit sig igenom dessa stadier är inte livscykeln lika förutsägbar längre (Quinn & Cameron, 1983). Organisationer står då inför ett oförutsett vägval där antingen fortsatt mognad, nedgång eller återupplivning sker (Quinn & Cameron, 1983; Miller & Friesen, 1983). Stadierna och dess karaktärsdrag listas nedan i enlighet med Quinn och Cameron (1983):

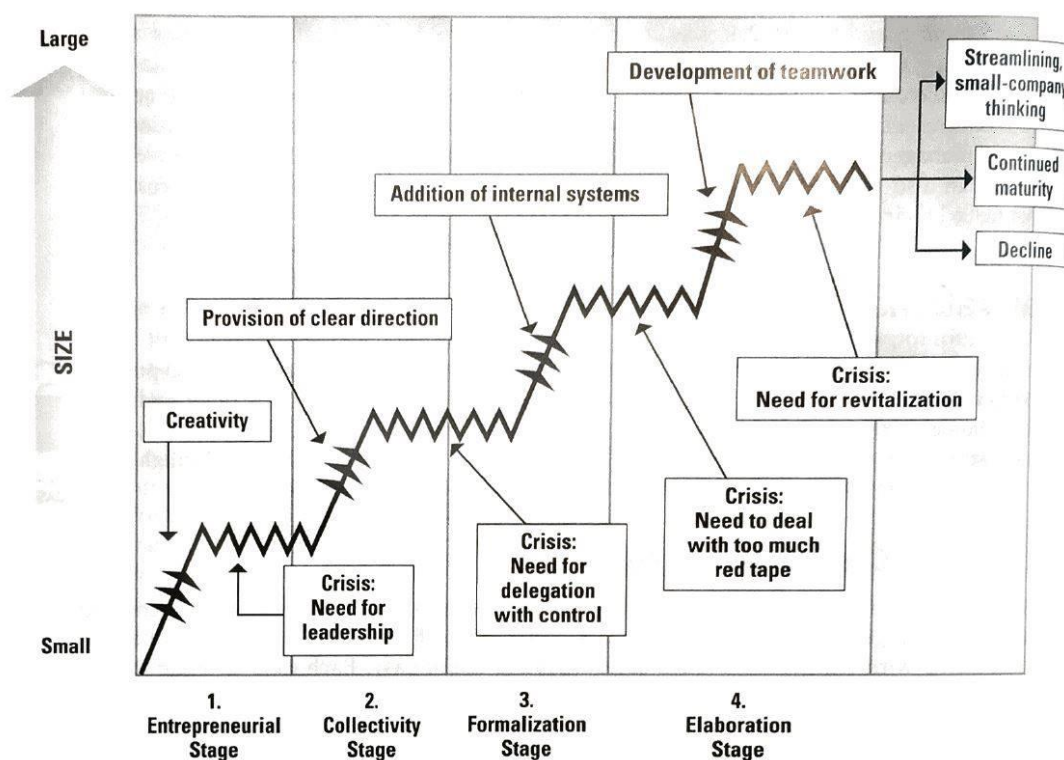
*Entreprenörsstadiet* - Innovation, kreativitet och säkerställande av resurser.

*Kollektivstadiet* - Informell kommunikation, familjär kultur, högt engagemang.

*Formaliserings- och kontrollstadiet* - Formaliserade regler och processer, fokus på effektivitet och stabilitet i organisationsstrukturen.

*Strukturbearbetningsstadiet* - Decentralisering, bearbetning av organisationsstruktur och övervakning av sin omgivning.

Då organisationer tar sig från ett stadie till ett annat ändras alltså egenskaperna i linje med vad som karaktäriserar de olika stadierna. Detta betyder således att organisationer också kräver en viss typ av ledning beroende på vilket stadie de befinner sig i (Koberg, Uhlenbruck & Sarason, 1996). På ett likartat sätt beskriver Quinn och Cameron (1983) att organisationsstrukturer och aktiviteter inte är likadana i de olika stadierna. Detta indikerar att kriterier för att framgångsrikt ta sig igenom ett stadie kan skilja sig från vad som är framgångsrikt i ett annat (Quinn & Cameron, 1983). Följaktligen visar resultatet i forskningen gjord av Miller och Friesen (1983) att det finns en signifikant skillnad mellan vad som karaktäriserar ett lyckat, eller misslyckat, sätt att ta sig igenom ett stadie. Organisationslivscykeln kan dock inte anses generalisera alla organisationers utveckling utan visar snarare en trend som organisationer vanligtvis följer (Miller & Friesen, 1983).



Figur 1: Organizational life cycle. Daft, Murphy & Willmott (2014).

### 3.3.2 Indelning i livscykeln

Cyklerna som organisationer enligt teorin tar sig igenom under sin utveckling ställer också ett krav på indelningskriterier. Framförallt för kvantitativ forskning på området har det varit nödvändigt att utforma kriterier med tydliga gränser. Miller och Friesen (1983) tog för sin forskning fram sådana kriterier vilka illustreras nedan, se figur 2.

| Stage   | Criteria   |
|---------|--|
| Birth   | Firm is less than 10 years old, has informal structure and is dominated by owner-manager*  |
| Growth  | Sales growth greater than 15%, functionally organized structure, early formalization of policies   |
| Mature  | Sales growth less than 15%, bureaucratic organization  |
| Revival | Sales growth greater than 15%, diversification of product lines*, divisionalization, use of sophisticated controls and planning systems* |
| Decline | Demand for products levels off, low rate of product innovation*, profitability starts to drop off*                                       |

Figur 2: Classification criteria. Miller & Friesen (1983).

Dessa kriterier är genom sin indelning baserade på ålder, storlek och organisationsstruktur applicerbar på organisationer av olika storlek och som är verksamma i olika industrier (Silvola, 2008). Deras modell har också varit använd i tidigare studier och är empiriskt testad inom ett antal olika områden (Silvola, 2008; Phan, Baird & Blair, 2014). Det finns dock en problematik som Lippitt och Smith (1967) belyser då de påstått att korrelationen mellan företags ålder och stadie i livscykeln är dåligt korrelerade. Vidare har Quinn och Cameron (1983) genom sin litteraturgenomgång inte hittat någon specificering för hur lång tid organisationer stannar i ett specifikt stadie. De hänvisar istället till en diskussion kring att organisationer påstås kunna ta sig igenom stadierna väldigt fort eller väldigt sakta.

### 3.4 Beteendekonomi

Beteendekonomi är ett forskningsområde inom nationalekonomin som tar i beaktning psykologiska och sociala effekter på människors ekonomiska beteende och beslut (Nationalencyklopedin, 2016a). Kontrasten till beteendekonomin gör sig tydligast genom neoklassisk teori vilken bygger på normativa antaganden om att individer är nyttomaximerande och rationella då de utvärdera relevant information för beslut (Nationalencyklopedin, 2015c). Någon allmängiltig definition av beteendekonomin existerar dock inte. Simon (1987) menar att beteendekonomi är att betrakta som ett deskriptivt forskningsfält som undersöker validiteten i de normativa antaganden som görs i neoklassisk teori. Därav har en mängd olika beteendekonomiska teorier uppstått.

Synsättet på beteendekonomi som Simon (1987) beskriver får också i någon mån stöd av Cartwright (2014), där den senare menar att ett flertal synsätt krävs för att få svaret på vad beteendekonomi grundar sig på. Mer specifikt nämner Cartwright (2014) att beteendekonomi handlar om en ökad förståelse för det ekonomiska uppförandet och påföljderna av våra beslut. Vidare menar samma författare att appliceringen av forskningsresultat från samhällsvetenskapen och psykologiska experiment även ska tas i beaktning inom beteendekonomi. Sammantaget kan synsätten Cartwright (2014) tar upp, som i viss mån då sammanfaller med vad Simon (1987) menar, gestaltas i följande citat:

Behavioural economics is about working constructively with the standard economic model to get a better understanding of economic behaviour. The objective is definitely not to criticize the standard economic model, or accentuate the negatives. Testing the standard model is a means to an end, and that end is to understand economic behaviour as best we can.

(Cartwright, 2014, s. 4)

### **3.5 Prospektteorin**

Den kanske mest framstående teorin inom beteendekonometri är prospektteorin skapad av Kahneman och Tversky (1979). Den ursprungliga teorin har senare utvecklats till den kumulativa prospektteorin (Tversky & Kahneman, 1992). Teorin tillhör det som benämns beslutsteori och är att klassificera som deskriptiv, det vill säga att teorin försöker förstå och förklara empiriskt material (Nationalencyklopedin, 2016b). Det empiriska materialet som låg till grund för skapandet av prospektteorin bestod av flertalet studier och intervjuer med människor under olika beslutssituationer. Dessa ämnade undersöka hur och vilka beslut som togs när en riskfaktor inkluderas. Utifrån de resultat som Kahneman och Tversky (1979) fick fram menade de att neoklassiska teorier var otillräckliga för att förstå riskfaktorernas inverkan på människors beslutprocess.

#### **3.5.1 Utvärderingsfasen**

Kahneman och Tversky (1979) bygger prospektteorin på en utvärderingsfas som beskriver hur människor tar beslut då risk är en inkluderad faktor. Utvärderingsfasen består av två funktioner, en värdefunktion och en vägningsfunktion.

##### *Värdefunktionen*

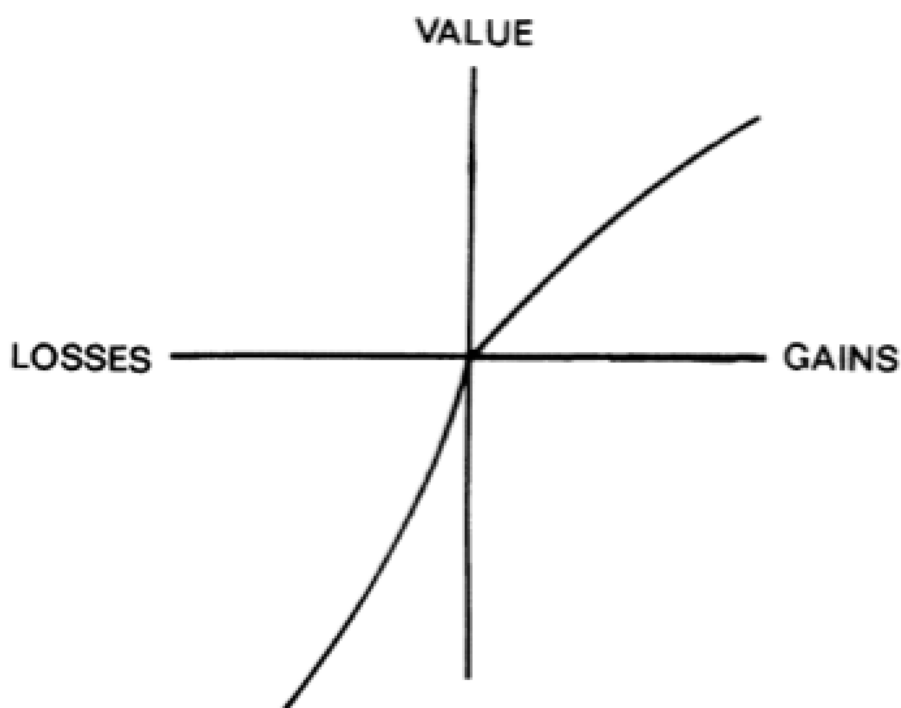
Värdefunktionen är den första av utvärderingsfasens två funktioner. I denna definieras värdet som en funktion av en monetär referenspunkt, origo i figur 3 nedan, samt förändringen i förhållande till denna referenspunkt. Genom denna definition likställs en positiv förändring med värdet för en vinst och en negativ förändring med värdet för en förlust. Författarna motsatte sig därmed tidigare neoklassisk teori vilken valt en definition utifrån det absoluta och slutliga värdet (Kahneman & Tversky, 1979).

Genom sina studier fann författarna att människor tenderar att ta olika beslut under risk beroende på om valet gällde positiva eller negativa utfall. Vad gäller positiva utfall fann Kahneman och Tversky (1979) i sina studier att människor tenderar att övervärdera utfall som är säkra, relativt utfall som enbart är sannolika. Detta strider mot neoklassiska teorier där människor antas väga utfallen utifrån att de är nyttomaximerande och således välja det alternativ med högst väntevärde (Nationalencyklopedin, 2015c). När valet görs mellan positiva utfall menar författarna att människor tenderar att välja säkra utfall framför utfall som endast är sannolika. Detta kallar Kahneman och Tversky (1979) för säkerhetseffekten. Vid negativa utfall kommer författarna fram till att det motsatta gäller för vad säkerhetseffekten påvisat. Människor som tidigare var valde det säkrare alternativet är nu risksökande i sina val. Människors tendens välja ett osäkert utfall framför ett som är säkert, då val görs mellan negativa utfall, kallar författarna för reflektionseffekten (Kahneman & Tversky, 1979).

Utifrån de ovan nämnda säkerhets- och reflektionseffekten blir författarnas grundantaganden att förändringar i värde är konkavt för det som är bättre än



referenspunkten. För de förändringar som är sämre än referenspunkten menar författarna istället att värdet förändringen har en konvex form (Kahneman & Tversky, 1979). Marginalvärdet är således avtagande för såväl vinster som förluster i förhållande till referenspunkten. Författarna kallar detta förhållande för avtagande känslighet (Tversky & Kahneman, 1991). Det ska dock tilläggas att detta gäller i större utsträckning för förluster än för vinster av samma storlek, något som författarna benämner förlustaversion. De menar att människor tillstyrker ett högre värde på en förlust, än vad de hade gjort på en lika stor vinst. (Tversky & Kahneman, 1991). Sammantaget gestaltas detta i figur 5, som visar en s-formad värdefunktion där förluster har en brantare kurva än vinster.

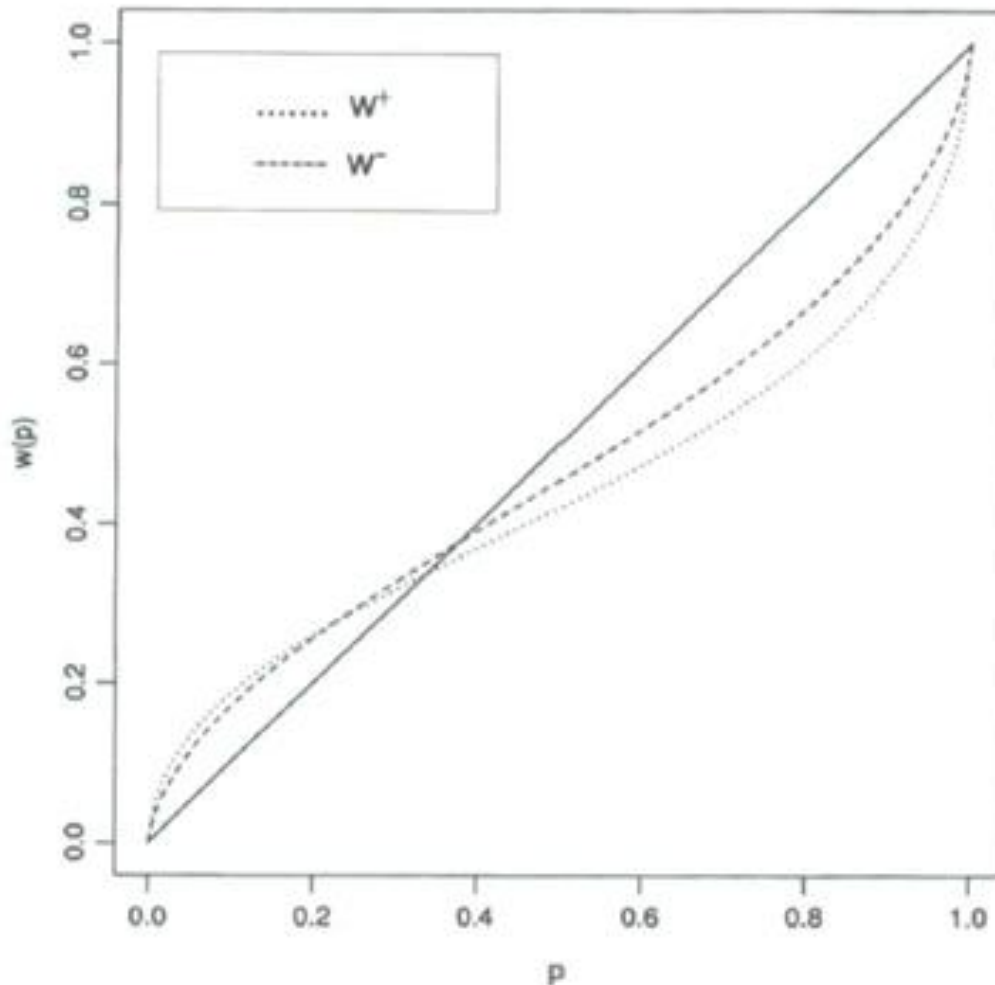


Figur 3: A hypothetical value function. Kahneman & Tversky (1979).

#### Vägningsfunktionen

I både den kumulativa och ursprungliga prospektteorin sätts det värde som utlästs från värdefunktionen i förhållande till en vägningsfunktion för att avgöra vilket beslut ska tas. Vägningsfunktionen består av så kallade beslutsvikter, vilka mäter den av individen estimerade sannolikheten för ett utfall. Beslutsvikterna tar även i beaktning att olika utfall är mer eller mindre önskvärda (Kahneman & Tversky, 1979).

Beteendeeffekterna säkerhets- och reflektionseffekten påverkar likt tidigare utformningen av funktionen. För vägningsfunktionen innebär det att vinster har en brantare kurva än förluster. Det menar författarna tyder på att riskaversion är mer uttalad för vinster än vad risksökande är för förluster. Detta gäller när sannolikheten för ett utfall är måttlig eller hög (Tversky & Kahneman, 1992). Författarna kallar förhållandet för ickelinjär sannolikhetsvägning och uttyds genom den omvända S-kurvan för vägningsfunktionen, se figur 4.



Figur 4: *Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty*, Tversky & Kahneman (1992).

### 3.5.2 Förlängning av teorins applicerbarhet

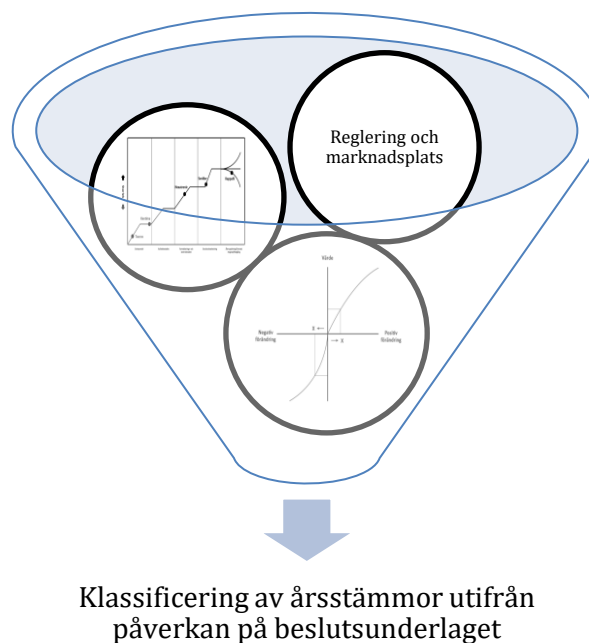
Även om den ursprungliga modellen är utformad utifrån val baserade på monetära alternativ menar författarna att beslutsmodellen även går att applicera på icke monetära alternativ (Kahneman & Tversky, 1979). De uttrycker specifikt att attributen för vinster och förluster relativt en neutral referenspunkt för vad som utgör värde kan appliceras på andra egenskaper än pengars. Vidare menar författarna att även om sannolikheterna för specifika utfall inte är kända kan teorin vara applicerbar. Beslutsvikter behöver då kopplas till specifika händelser snarare än uttalade sannolikheter (Kahneman & Tversky, 1979).

### 3.6 Analysmodell

För att besvara vår frågeställning kommer bearbetning och analys av den insamlade empirin ske utifrån specifika delar i ovan nämnda teorier och modeller. Det finns inte någon självklar koppling mellan regelverk för olika marknadsplatser, organisationslivcykeln och prospektteorin. Nedan ges därför en förklaring till anledningen att dessa verktyg används tillsammans och vad deras roll i denna uppsats är.

Regelverken för olika marknadsplatser har likt organisationslivcykeln använts som verktyg för att på ett objektivt sätt gruppera företagen vi valt att studera. Syftet med detta har varit att underlätta analysen av likheter och olikheter för de informations- och kommunikationsskillnader vi finner hos bolagen. Grupperingen har även varit till hjälp när det kommer till att analysera varför dessa skillnader existerar.

Utifrån företagets placering i organisationslivcykeln och med hjälp av prospektteorin utvärderingsfas analyseras skillnadernas påverkan på aktieägares beslutsunderlag. I linje med teorin har vi valt att definiera positiv och negativ förändring relativt en referenspunkt, i vårt fall årsredovisningen, för vad som utgör värde. Denna värdeförändring, i positiv eller negativ bemärkelse, har sedan genom värdefunktionen analyserats för dess påverkan på beslutsunderlaget. Detta mynnar ut i en sammanvävning av våra teoretiska perspektiv där årsstämmorna kan klassificeras för att vara av olika typer, se figur 5.



**Figur: 5** Analysmodell

## 4. Empiri

I detta kapitel presenteras de observerade skillnaderna mellan årsredovisningar och årsstämmor. Till en början görs en kategorisering av de skillnaderna som uppkommit. En kort bakgrund av varje företag presenteras och därefter redogörs författarnas intryck av stämman. En informations- och en kommunikationsskillnad presenteras ingående för att ge läsaren en förståelse för vad en observerad skillnad är. Alla observationer presenteras i ett tabellformat som går att finna i en bilaga.

### 4.1 Empirikategorisering

Vid nedanstående presentation av det empiriska materialet görs en uppdelning utifrån två kategorier av skillnader. En uppdelning görs då observationerna till sin art skiljer sig åt. Uppdelning i kategorier har gjorts utifrån följande definitioner:

*Information* - är att betrakta som olika typer av tillägg till årsredovisningen samt till årsstämman tillhörande skriftlig information utifrån vad som presenterats muntligen på årsstämman. Vad som utgör ett tillägg definieras av att det inte uttryckligen framgår av årsredovisningen eller till årsstämman tillhörande skriftliga information i varken siffror eller text för det område som behandlas.

*Kommunikation* - är att betrakta som skillnader i sättet att presentera samma information på årsstämman muntligen som finns i årsredovisningen eller till årsstämman tillhörande skriftlig information. Skillnaden definieras inte till att det är fråga om mer eller annan information utan hur samma information kommunicerats på olika sätt.

Utifrån dessa definitioner har alla observationer delats in för respektive företag samt getts ett nummer. Utfallet av det totala antalet observationer presenteras i nedan, se diagram 1. För en sammanställning av alla observationer från vilka diagrammet är sammanställt, se bilaga 1.

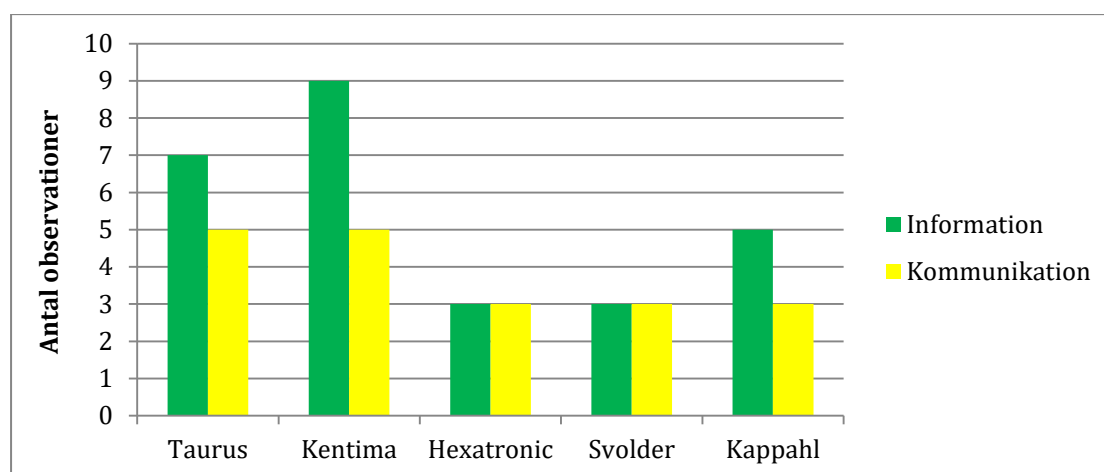


Diagram 1: Fördelning av observerade informations- och kommunikationsskillnader.

Nedan presenteras en informations- och en kommunikationsskillnad för varje företag mer ingående. En sammanställning har sedan gjorts i tabellformat som går att finna i bilaga 1.

## 4.2 Taurus Energy AB

Taurus är ett företag som bedriver forskning om framställningsmetoder för etanol. Bolagets avsikt är att ingå avtal med etanolproducerande företag om att använda företagets patenterade tillverkningsprocesser. Detta är något Taurus ännu inte lyckats med vilket gör att de alltså inte har någon omsättning. Den icke existerande lönsamheten gjorde att bolaget vid årsstämman stod inför beslut om nyemission. Årets resultat var en förlust på sex miljoner kronor vilket är i nivå med föregående år. Balansomslutningen uppgick till 16 miljoner vilket är sex miljoner mindre än året innan. Företaget är noterat på Aktietorget och har ett börsvärde per bokslutsdagen på cirka 135 miljoner kronor (Taurus, 2015).

### 4.2.1 Intryck av årsstämma

Årsstämman för Taurus hölls i en mindre sal på Ideon i Lund den 20:e november. Utöver författarna till denna uppsats fanns 13 aktieägare närvarande samt styrelserepresentanter, anställda och gäster. På stämman satt de medverkande vid bänkar i formen av en kvadrat, tittandes mot varandra. Stämningen var informell och stundtals skämtsam. De mindre röststarka aktieägare som var närvarande var engagerade och ställde många frågor till såväl styrelse och vd som till anställda inom företaget. Innan stämman serverades kaffe och några kakor.

### 4.2.2 Information

*Observation 1.* I årsredovisningen förklaras att en liten marknadsandel skulle innebära en betydande omsättning för företaget (Taurus, 2015). Under sitt anförande nämner vd Fredrik Weschke att ett kontrakt med en anläggning skulle få Taurus att stå på egna ben, oavsett om det var i form av ett direkt licensavtal eller försäljning via sin distributör. Han upplyser vidare att en anläggning i nedre delen av registret, med produktion om 20–30 miljoner gallons per år, skulle vara tillräckligt (Personlig kommunikation, 20 november, 2015).

### 4.2.3 Kommunikation

*Observation 11.* I årsredovisningen kan det utläsas att företaget har en stor potential att komma in på den amerikanska marknaden. Detta tror de sig kunna förutse eftersom företagets metod innebär effektiviseringar och därför kostnadsbesparingar för framställande av etanol (Taurus, 2015). En fråga från en aktieägare kommer upp under årsstämmans gång där denne undrar hur potentiella kunder ställer sig till bolagets påstådda effektivisering av etanolproduktion. Enligt aktieägaren låter det som ett självklart val att välja Taurus men trots detta har företaget ännu inte någon försäljning. Vd:n Fredrik Weschke förklarar att det krävs investeringar av producenten för att tillverka etanol med bolagets jäst. Vidare menar han att ingen vill vara först eftersom företag gärna ser att det först fungerar felfritt för någon annan innan de själva investerar. En av de anställda som närvarar på årsstämman fyller sedan i att frågan är komplex då det finns makter på politisk nivå som påverkar förändringsbenägenheten i landet producenten verkar i (Personlig kommunikation, 20 november, 2015).

### 4.3 Kentima Holding AB

Kentima Holding AB (Kentima) är ett holdingbolag med ett 100 procentigt ägande i dotterbolaget Kentima AB. Kentima är sedan 2013 ett noterat bolag på Nasdaq First North och har runt 800 registrerade aktieägare. Företaget inriktar sig främst på utveckling och försäljning av mjukvaror för övervakning gällande såväl säkerhet som produktionsprocesser. Bolaget har på bokslutsdagen en balansomslutning på 21 miljoner kronor samt ett börsvärde på ungefär 20 miljoner kronor. Årets resultat är negativt och uppgår till cirka tio miljoner kronor vilket är i nivå med föregående år (Kentima, 2015a). Under de fem senaste åren har den årliga genomsnittliga tillväxten varit negativ om sex procent, för uträkning se bilaga 2.

#### 4.3.1 Intryck av årsstämma

Årsstämman för Kentima hölls på Staffanstorps gästgivargård den 12 november 2015 i en mindre lokal. Närvarande på stämman var totalt ett 20-tal aktieägare, inkluderat författarna till denna uppsats. Alla deltagarna serverades efter stämman en mindre matbit med efterföljande kaffe och kaka. Styrelsens ledamöter samt suppleant och VD var alla närvarande och konverserade med aktieägare under den efterföljande förtäringen. Stämningen på årsstämman upplevdes generellt som informell och avslappnad. Vid årsstämmans tidpunkt var även rapporten för det första kvartalet efter bokslutet presenterad varpå denna även tagits i beaktning vid jämförelsen.

#### 4.3.2 Information

*Observation 16.* I årsredovisningen informerar bolaget att de valt att pausa sin exportsatsning och slutar med en aktiv bearbetning av nya kunder. Vidare ges en förklaring till denna paus då företaget inte anser att satsningen varit tillfredsställande (Kentima, 2015a). Under årsstämman ger vd:n under sitt anförande en förklaring till att denna satsning har pausats. Vd menar att han, tillsammans med styrelsen, har tagit beslutet eftersom finansmarknaden inte tror på satsningen. Vidare poängterar vd:n att satsningen inte avbrutits för att bolagets produkter inte är bra eller konkurrenskraftiga (Personlig kommunikation, 12 november, 2015).

#### 4.3.3 Kommunikation

*Observation 26.* I rapporten för det första kvartalet efter bokslutsdagen menar vd:n att resultatet för det andra kvartalet kommer att vara bättre vid en jämförelse med samma period för föregående år. Däremot tror han inte att det andra kvartalets resultat kommer vara lika bra som det första kvartalets (Kentima, 2015b). Under årsstämman presenterar vd:n ett diagram för aktieägarna med resultatet för de fyra senaste kvartalen. Det som syns i detta diagram är att förlusten minskar från kvartal till kvartal där det senaste kvartalet visat en knapp förlust. Vd ger en slutlig kommentar genom att säga ”vi ser ju tydligt var detta leder oss” (Personlig kommunikation, 12 november, 2015).

### 4.4 Hexatronic Group AB

Hexatronic Group AB (Hexatronic) är ett företag som utvecklar, producerar och säljer kommunikationslösningar via fiberoptik, med inriktning på infrastruktur. Hexatronic består av totalt tio bolag varav majoriteten är lokaliserad i Sverige. Bolaget startades år 1993 och är sedan 2014 noterat på Nasdaq First North. Hexatronic hade vid bokslutsdagen ett börsvärde på 200 miljoner kronor samtidigt som balansomslutningen uppgick till 400 miljoner kronor. Årets resultat uppgick till 37

miljoner kronor vilket är cirka tio miljoner mindre än föregående års resultat. Bolaget uppvisade dock en omsättningstillväxt på 26 procent (Hexatronic, 2015a). De senaste fem åren har bolaget haft en årlig genomsnittlig omsättningstillväxt på 70 procent, för uträkning se bilaga 2. Under arbetets gång har bolaget noterats på Nasdaq OMX Stockholm (Hexatronic, 2015b).

#### 4.4.1 Intryck av årsstämma

Hexatronic höll sin årsstämma den 16:e november 2015 i en konferenssal på Scandic Backadal i Göteborg. Närvarande var ett drygt 20-tal aktieägare, exklusive författarna till denna uppsats. Innan årsstämman startade serverades kaffe, en buffé av kakor och olika typer av ostar. Hexatronics vd upplevdes vara retoriskt skicklig och gav ett självsäkert intryck under sitt anförande och under stämmans gång. Vid något tillfälle erkände han dock att han inte hade en expertiskunskap inom fiberoptik. Vid mer detaljspecifika frågor hänvisade vd till grundaren av bolaget som också är styrelsemedlem. Överlag upplevdes stämman som formell och saklig.

#### 4.4.2 Information

*Observation 29.* I årsredovisningen under kassaflödesanalysen går det att utläsa att investeringar i materiella tillgångar uppgått till tio miljoner kronor under det gångna året. Dessa medel har framförallt gått till IT-system, ombyggnation av fabriker och kontor samt utrustning till produktionslinjer i Hudiksvall (Hexatronic, 2015a). Under vd:ns anförande på årsstämman informerar Henrik Larsson-Lyon att dessa tio miljoner är i nivå med den budget bolaget har tänkt för underhållsinvesteringar framöver. Han tillägger att investeringarna i huvudsak är avsedda för Hudiksvallsverksamheten där behovet är som störst. För att aktieägarna ska få ett grepp om vilka summor det handlar om vid en investering i produktionen för Hudiksvallsverksamheten, berättar vd:n att en ny produktionslinje kostar ungefär 10-15 miljoner kronor. Några framtidsprojektioner angående underhållsinvesteringarnas nivå går inte att utläsa i årsredovisningen (Personlig kommunikation, 16 november, 2015).

#### 4.4.3 Kommunikation

*Observation 31.* I kallelsen till årsstämman kan det utläsas att styrelsen föreslår ett nytt program kring teckningsoptioner för nyckelpersoner i företaget (Hexatronic, 2015c). Under årsstämman uppkommer frågor där ägare uttrycker att de är negativa till detta förslag. De uttrycker oro för att företagets anställda kan komma att ges för stort inflytande på bolaget med detta program och i längden ta över bolaget. När diskussionen pågått ett tag tar ordförande över ordet. I ett försök att lugna ner aktieägarnas oro försäkrar ordförande Göran Nordlund att aktieägarens perspektiv är viktigt för styrelsens arbete. Han avslutar med att säga ”så länge jag eventuellt har något att säga till om [...] kommer det inte att hända” (Personlig kommunikation, 16 november, 2015). Därefter anser ordförande att de inte kommer längre i denna diskussion och går därför vidare till beslut. Efter en första röstning kräver några aktieägare att rösternas ska räknas. Beslutet får dock den majoritet som krävs för att förslaget ska godkännas.

### 4.5 Svolder AB

Svolder AB (Svolder) är ett svenskt investmentbolag med inriktning på små och medelstora börsnoterade bolag i Sverige. Företagets mål är att ha en avkastning som överträffar index i den kategori de verkar. Svolders grundtanke med sin inriktning är

att mindre företag har en större tillväxtpotential och en attraktivare värdering vilket ska leda till en högre avkastning. Bolaget har startades år 1993 och är noterat på Nasdaq Stockholm, Small Cap. Vid verksamhetsårets slut fanns det 8 900 aktieägare. Årets resultat för koncernen uppgick till 190 miljoner kronor vilket var 100 miljoner mindre än föregående år. Balansomslutningen var 1 500 miljoner kronor på bokslutsdagen (Svolder, 2015). Svolders årliga genomsnittliga tillväxt de senaste fem åren, mätt som förändringen av deras värdepappersförvaltning, är 80 procent, se uträkning i bilaga 2.

#### 4.5.1 Intryck av årsstämma

Svolders årsstämma hölls på ett konferenscenter på Grev Turegatan i centrala Stockholm den 18:e november 2015. Till antalet personer uppskattas närvarandet vara knappt 100 personer. Före årsstämmans start serverades kaffe och kaka samtidigt som vd:n gick runt och hälsade på aktieägare. Stämmans utförande upplevdes vara väl genomtänkt där vd var en framstående och retoriskt skicklig person. Stämmans omfattning och genomförande gjorde att den överlag upplevdes som formell. Efter årsstämman serverades lättare tilltugg och dryck.

#### 4.5.2 Information

*Observation 34.* I årsredovisningen kan det utläsas att en eventuell användning av optioner och derivat finns som möjlighet för företaget att använda. Samtidigt står det att dessa möjligheter är begränsade eftersom de verkar på en marknad med mindre företag, vilket gör att marknaden för sådana instrument inte är tillräckligt likvid (Svolder, 2015). Under årsstämman kommer en fråga från aktiespararna angående när användningen av derivat i så fall skulle vara aktuell. Vd Ulf Hedlundh säger att det skulle vara om de har orimligt mycket i kassan eller om de skulle ställa sig väldigt negativa till marknadsutsikterna (Personlig kommunikation, 18 november, 2015).

#### 4.5.3 Kommunikation

*Observation 37.* I årsredovisningen presenteras bolagets totalavkastning i en tabell med sju olika tidsperioder och med en graf över totalavkastningen för fem år. I såväl tabellen som i grafen jämförs aktiekursen för Svolders B-aktie samt deras substansvärde med olika typer av index (Svolder, 2015). På årsstämman och under vd:ns anförande presenteras istället en graf över tre år. Denna tidsperiod är den period som bäst konkurrerar med de jämförelseindex bolaget främst tittar på.

### 4.6 KappAhl AB

KappAhl AB (KappAhl) verkar inom modebranschen och bedriver försäljning av kläder i norra Europa. Bolaget fokuserar främst på kvinnor i medelåldern men riktar sig även till barn och män (KappAhl, 2015a). Koncernen genererade en vinst för räkenskapsåret på 110 miljoner kronor vilket var något mindre än föregående år. Balansomslutning för koncernen per bokslutsdag uppgick till 2 870 miljoner kronor. Bolaget är sedan 2006 noterat på Nasdaq Stockholm och hade på bokslutsdagen ett börsvärde på 2 000 miljoner kronor (KappAhl, 2015b). Den årliga genomsnittliga omsättningstillväxten för de fem senaste åren har varit negativ och uppgått till 1,6 procent, för uträkning se bilaga 2.

#### 4.6.1 Intryck av årsstämma

Årsstämman för KappAhl hölls på deras huvudkontor i Mölndal utanför Göteborg den 2 december. Uppskattningsvis närvarade ett drygt 50-tal aktieägare under stämman



samt styrelserepresentanter och gäster. Årsstämman var formell och intrycket som gavs var att allting var väl förberett. Alltifrån ljudtekniker till ordningsvakt fanns på plats. Innan årsstämmans start serverades det kaffe och lussekatter i entrén samtidigt som en av KappAhl's reklamfilmer spelades upp på storbildsskärmar. Under året har tidigare vd avgått varpå dåvarande ekonomichef tog över som tillförordnad vd fram tills veckan årsstämman hölls. Den nya vd:n Danny Feltmann Espersen presenterades under stämman.

#### **4.6.2 Information**

*Observation 42.* I ett pressmeddelande utskickat av företaget uttalar sig den nytillsatte vd:n om sin syn på företaget. Han menar att KappAhl är rätt bolag för honom och att han ser fram emot uppdraget (KappAhl, 2015c). Under årsstämman pratar den nya vd:n Danny Feltmann Espersen om vad han anser vara viktigt för bolaget i framtiden. Återkommande talar han om vikten av att ha väl fungerande butiker. Han menar att personalen i butikerna ska få den service de eftertraktar och på så sätt kunna fokusera på vad de gör bäst, nämligen att sälja kläder. Hans förhoppning är att de endast ska behöva lägga fram kläderna en gång innan de sedan av kunden tas till kassan för att slutföra sitt köp. Enligt honom är detta en viktig för företaget eftersom det kommer att minska kostnaderna. Slutligen ger den nya vd:n ett löfte om att deras service gentemot butikerna ska bli bättre (Personlig kommunikation, 2 december, 2015).

#### **4.6.3 Kommunikation**

*Observation 46.* I pressmeddelandet där den nya vd:n presenteras uttrycker han att KappAhl är ett intressant bolag med lång och stark historik. Han ser framemot att få bidra till företagets utveckling och resultat (KappAhl, 2015c). Under årsstämman väljer Danny Feltmann Espersen att göra några fler uttalande om varför han valt att arbeta med KappAhl. Flertalet gånger gör han en liknelse mellan bolaget och en oslipad diamant och menar att den bara ”behöver poleras lite”. Han påstår att han fått ett bra team under sig i ledningen vilket gör att han anser det ligga en ”fantastisk framtid framför oss”. Avslutningsvis säger han till aktieägarna att “sitter vi här om fem år och tittar tillbaka så kommer vi klappa oss själva på axeln” (Personlig kommunikation, 2 december, 2015).

### **4.7 Sammanfattning av empiri**

I tabellen 1 nedan åskådliggörs de observationer som presenterats i detta kapitel. Observationerna har i tabellen sammanfattats till vad som utgör dess substans.

## Årsstämman – ett forum för påverkan

| Företag           | Observations-<br>nummer | Uppkommen<br>vid fråga | Årsredovisningen och till<br>årsstämman tillhörande<br>information  | Årsstämma   |
|-------------------|-------------------------|------------------------|---|---|
| <b>Taurus</b>     | 1                       |                        | Liten marknadsandel innebär betydande omsättning.   | Det räcker med ett kontrakt för att företaget ska stå på egna ben. Definition av ett sådant kontrakt omfattning ges.  |
|                   | 11                      | F                      | Det finns stor potential att komma in på den amerikanska marknaden eftersom produkten innebär effektiviseringar och kostnadsbesparingar.    | Producenter måste investera för att utnyttja de effektiviseringar och kostnadsbesparingar bolagets produkt medför. Producenter kan vara rädda att investera i en oprövad produkt. Politiska makter kan också motverka utvecklingen. |
| <b>Kentima</b>    | 16                      |                        | Under året har exportsatsningen pausats då den inte var tillfredsställande.   | Exportsatsningen har pausats eftersom finansmarknaden inte trodde på denna satsning och inte för att produkten inte var konkurrenskraftig.  |
|                   | 26                      |                        | Förlusten för det andra kvartalet kommer vara mindre än förlusten för samma period föregående år, men större än för det första kvartalet.   | Förlusten har för varje kvartal minskat de senaste åren. Kvartal ett visar på en knapp förlust vilket gör det tydligt vart vi är på väg.  |
| <b>Hexatronic</b> | 29                      |                        | Investeringar i materiella tillgångar har under årets gång uppgått till tio miljoner  | Investeringar är i nivå med budgeterat belopp och är den nivå som är tänkt framöver.  |
|                   | 31                      | F                      | Teckningsoptionsprogram föreslås för nyckelpersoner i företaget   | Aktieägarna framför sina farhågor ang programmet till vd och styrelse. Styrelseordförande besvarar aktieägarnas synpunkter.   |
| <b>Svolder</b>    | 34                      | F                      | Optioner och derivat får användas av företaget men att möjligheten begränsas av att marknaden för mindre bolag inte är tillräckligt likvid. | Derivat skulle vara möjliga att använda om orimligt mycket medel finns i kassan eller marknadsutsikerna är väldigt negativa.  |
|                   | 37                      |                        | Totalavkastning presenteras i tabell med sju tidsperioder och med graf som täcker fem år. Grafen sätts i relation till flera olika index.   | Totalavkastningen presenteras med en graf över en treårsperiod. Denna period är den som bäst konkurrerar med företagets huvudsakliga jämförelse-index.  |
| <b>KappAhl</b>    | 42                      |                        | Den nya vd:n anser att KappAhl är rätt bolag för honom och att han ser fram emot uppdraget.   | Den nya vd:n presenterar hur han vill driva KappAhl framåt.   |
|                   | 46                      |                        | Den nya vd:n ser framemot att få bidra till bolagets utveckling och resultat.   | Bolaget är en oslipad diamant som har fantastisk framtid framför sig. Om fem år kommer vi klappa oss själva på axeln.   |

**Tabell 1: Sammanställning av de utvalda skillnaderna.**

## 5. Analys

---

*Detta kapitel ämnar ta hjälp av analysmodellen presenterad i teoriavsnittet för att tolka och förstå observationerna presenterade i empiriavsnittet. Analysen tar sin start i olika regelverk för marknadsplatser och deras inverkan på informations- och kommunikationsskillnader. Organisationslivscykeln tar vid där denna är otillräcklig för att bredda och fördjupa denna analys. Informations- och kommunikationsskillnaderna analyseras sedan genom prospektteorin för deras påverkan på aktieägares beslutsunderlag. Slutligen sammanvävs alla till ett avslutande avsnitt vilket tar sikte på att klassificera bolagens årsstämma.*

---

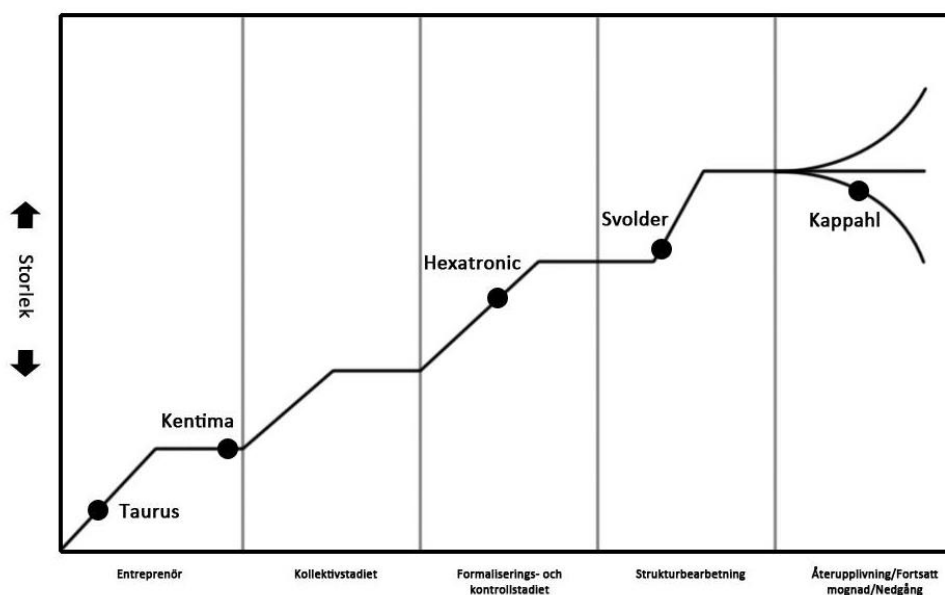
### 5.1 Årsstämmor vid olika marknadsplatser

Företagen i denna studie är noterade på olika marknadsplatser vilket medför att olika regelverk behöver beaktas. Utifrån de observerade skillnaderna, se diagram 1, framgår det att antalet observationer är flest för Taurus och Kentima. Detta gäller även för information och kommunikation separat. Taurus och Kentima är noterade på Aktietorget respektive First North vilket indikerar att handelsplattformar ger utrymme för skillnader mellan årsstämma och årsredovisning. Hexatronic som, vid uppsatsens start, också var noterat på First North visar däremot upp färre skillnader. Detta kan troligen förklaras av att Hexatronic vid tiden för sin årsstämma redan i praktiken hade anpassat sig till Stockholmsbörsens högre krav. Därav kan det mindre antalet skillnader vi finner för Hexatronic, Svolder och KappAhl möjligen förklaras av att de alla verkar under Stockholmsbörsens regelverk.

Delas observationerna in i information och kommunikation framgår inte något uppenbart mönster. Det som kan uttydas är att kommunikationsskillnader verkar ha mindre spridning än informationsskillnader har. Vilken marknadsplats ett företag är noterat på tycks alltså spela större roll för informationsskillnader än vad det gör för kommunikationsskillnader. Även om Kentima och Taurus står för majoriteten av informationsskillnader ligger också KappAhl nära till antalet. Marknadsplatsen ett företag är noterat på tycks därav inte utgöra en tillräcklig grund för att tolka observationerna, utan det erfordras en annan grupperingsmodell.

### 5.2 Indelning i livscykel

För att undersöka spridningen av våra observationer närmare kommer teorin om organisationslivscykeln att användas. Företagen delas där in efter vilket utvecklingsstadium de befinner sig i. Denna indelning möjliggör inte bara en närmare undersökning av spridningen utan lägger också grunden för en djupare analys. Då företagsspecifika karaktärsdrag och utvecklingshinder är bestämda kan observationerna ställas i ljuset av företagets omgivning. Indelningen åskådliggörs i nedan, se figur 6. Indelningen har huvudsakligen gjorts enligt kriterierna presenterade i teoriavsnittet. I den mån kriterierna inte varit rättvisande har argument från andra författare presenterade i samma avsnitt vägts in.



Figur 6: Skapad med inspiration från *Organizational life cycle*. Daft, Murphy & Willmott (2014).

Kentima och Svolder krävde mest tolkning för att placeras på ett rättvisande sätt. Kentima som varit verksam i 20 år kan enligt kriterierna tyckas ha en placering högre upp på kurvan. Företaget befinner sig dock i en situation med minskande omsättning vilket indikerar utvecklingsproblem. Graden av entreprenörskap i bolaget får även anses vara hög då det fortfarande drivs av sin grundare. Svolder är i en helt annan situation och anses vara inne i strukturbearbetningsstadiet, framförallt då företagets karaktär och ålder tas i beaktning. Då kriterierna inte är anpassade efter investmentbolag blir tillväxtkriteriet missvisande och mer tyngd har lagts på företagsstrukturen. De resterande tre bolagen har lättare placerats in i modellen med god överensstämmelse med kriterierna.

Som kan uttydas i figuren ovan befinner sig företagen i olika utvecklingsstadier vilket betyder att de också ställs inför olika utmaningar. De företagsspecifika attributen som krävs för att framgångsrikt ta sig genom ett stadie skiljer sig åt från de som krävs i andra stadier (Quinn & Cameron, 1983). Vad som karaktäriserar dessa utvecklingsstadier blir utgångspunkten för att förstå substansen i våra observationer och därav senare tolkning av observationsspridningen.

### 5.2.1 Entreprenörstadiet

Behovet av engagerat ledarskap och att säkra resurstillgångar är nödvändigt för bolag i entreprenörstadiet och deras fortsatta utveckling (Quinn & Cameron, 1983). Kentima och Taurus är de företag i vår undersökta population som totalt har flest observerade informations- och kommunikationsskillnader. Att så är fallet indikerar att årsredovisningen och till stämman tillhörande skriftlig information lämnar utrymme för friare tolkning.

De informationsskillnaderna som uppkommit för dessa företag speglar attributen för det entreprenöriella stadiet. Taurus vd ger ut information om vad som krävs för att de

ska stå på egna ben. Kentimas hänför en avslutande exportsatsning till aktiemarknadens negativa inställning. I båda fallen är det således tal om informationsskillnader som relaterar till behovet att tillfredsställa ägare och säkra finansiering.

Vad gäller kommunikationsskillnaderna kan en glöd att vidareutveckla bolagen uttydas. Kentimas vd kommunicerar en positiv syn på resultattrenden och förmedlar därigenom också hur han tycker att den ska tolkas. I Taurus fall syns glöden snarare genom företagets beskrivning av potentialen att slå sig in på den amerikanska marknaden. En beskrivning som finns i årsredovisningen men som under årsstämman ifrågasätts. Något som medför att vd tvingas ta upp flera potentiella hinder till marknadsgenombrottet vilka inte nämns i årsredovisningen.

### **5.2.2 Formaliserings- och kontrollstadiet**

Hexatronic befinner sig i ett eget stadie skilt från de andra företagen i denna studie. Observerade skillnader mellan årsredovisning och årsstämma är färre till antalet än för föregående företag. Stadiet företaget befinner sig i efterlyser utformning av en stabilare struktur med högre fokus på effektivitet (Quinn & Cameron, 1983). De färre antalet observationer kan därmed naturligt hänföras till att företaget har stabiliserat sig mer än företagen i det tidigare stadiet.

Ser vi till den belysta informationsskillnaden är nedlagda kostnader substansen. Vd informerar att företaget kommer fortsätta budgetera tio miljoner för underhållsinvesteringar och att detta är i linje med vad som var tänkt. Informationen stämmer väl överens med stadiets karaktär då den stabilare strukturen kan ses i att det budgeterade beloppet stämmer.

Ett förslag om teckningsoptioner för nyckelpersoner åsamkar den kommunikationsskillnad vi valt ut hos företaget. Styrelseordförande försäkrar aktieägarna att deras oro över en eventuell konspiration är obefogad så länge han själv sitter kvar på sin post. Teckningsoptioner förekommer för att motivera personal i företag och är därigenom ett tecken på att ökad effektivitet är i fokus.

### **5.2.3 Strukturbearbetningsstadiet och nedgång**

De två resterande företagen, KappAhl och Svolder, hittar vi längre upp på kurvan. Sett till totalt antal observerade skillnader har företagen en likartad fördelning. Figuren visar att KappAhl är placerat i en nedåtgående fas som ligger bortom strukturbearbetningsfasen. Under de senaste åren har KappAhl varit med om en tillbakagång och har således redan tagit sig igenom det steg Svolder precis trätt in i. Företagen kan dock båda ses som mer mogna än de i tidigare stadier. Gemensamt är att förändringar i omgivningen ger upphov till förändrad struktur eller omformulerad strategisk inriktning (Quinn & Cameron, 1983).

Informationsskillnaderna som gjort sig synliga för dessa bolag beskriver hur de skiljer sig åt. I Svolders fall berättar vd:n att användandet av optioner och derivat kan komma på tal framöver. Detta skulle vara möjligt i situationer då orimligt mycket likvida medel fanns tillgängligt eller då marknadsutsikterna var särskilt negativa. Informationen behandlar alltså företagets möjlighet till anpassning där en viss beredskap för förändring tycks finnas. För KappAhl syns det att organisationen redan vidtagit åtgärder och bearbetat sin struktur. Ett byte av vd är i sig en indikation på att förändringar ska ske. Uttalandet denne gör om fokus på fungerande butiker

stärker denna indikation ytterligare. Det kan uttydas att företaget aktivt bearbetar nya vägar som kan vända den negativa trend de befinner sig i. Förändringsarbete ligger således i båda företagens intresse, men med skillnaden att Svolder inte vet vad som kommer att förändras ännu.

Svolder och KappAhl skiljer sig inte mycket åt vad gäller kommunikationsskillnader. De är likartade i den mån att fokus ligger på att tillfredsställa aktieägarna på stämman. Under Svolders stämma visas en graf som speglar en bättre period än den som presenteras i årsredovisningen. Vid KappAhls stämma nämns företaget som en oslipad diamant. Båda observationerna indikerar att en nyanserad bild förmedlas till aktieägarna. Genom uttalandet i KappAhls fall visas dock även en tendens av återkoppling till tidigare stadiers karaktärsdrag, då uttalad framtidstro och tillväxt åter är i fokus.

#### **5.2.4 Sammanställning**

Detta analysavsnitt har delat in företagen i livscyklar utifrån vilka en övergripande indelning av observationerna görs. Genom denna indelning har det åskådliggjorts att mer än hälften av det totala antalet observationer är fördelat till bolagen i entreprenörstadiet. Karaktärsdrag och utmaningar bestämda av teorin för organisationslivscykeln appliceras på företagen och visar att skillnadernas substans skiljer sig åt över livscykeln. Därigenom har en överensstämmelse kunnat uttydas mellan stadiespecifika karaktärsdrag och det faktiska innehållet i informations- och kommunikationsskillnaderna.

### **5.3 Påverkan på beslutsunderlaget**

#### **5.3.1 Forum för påverkan**

Våra observationer visar att årsstämman kan vara en plats där skillnader från årsredovisningen uppkommer. På årsstämman ges större utrymme för förklaringar av händelser och framtidsspekulationer samtidigt som möjlighet finns för aktieägare att ställa frågor. Analysen i föregående avsnitt visade indikationer på att stadier i ett företags utveckling kan ha inverkan på antal och typ av skillnader som går att observera. Att så är fallet säger dock inget om hur skillnaderna påverkar underlag en ägare baserar sina beslut på. För att genomföra en sådan analys krävs tolkning av vilken riktning skillnaderna i information och kommunikation driver beslutsunderlaget i.

För att kunna tyda hur en aktieägars beslutsunderlag påverkas kommer de observerade skillnaderna analyseras genom ramverket för prospektteorin. I linje med teorin har vi valt att definiera de positiva och negativa förändringarna relativt en referenspunkt, i vårt fall årsredovisningen och till årsstämman tillhörande skriftlig information. Detta för att kunna bestämma vad som utgör värde (Kahneman & Tversky, 1979). De positiva och negativa förändringarna har tilldelats följande definitioner:

Positiv            Beslutsunderlaget blir genom årsstämman mer positivt laddat.

Negativ           Beslutsunderlaget blir genom årsstämman mer negativt laddat.

För förändringar vilka inte faller inom ovanstående definitioner har vi även valt att visa på vad som utgör neutrala förändringar i de observerade skillnaderna:

## Årsstämman – ett forum för påverkan

Neutral Beslutsunderlaget på årsstämman blir varken mer positivt eller negativt laddat.

Utifrån de utvalda observationerna ser vi en fördelning av positiva, negativa och neutrala förändringar i ägardialogen, se tabell 2. Positiva förändringar är sprungna ur säkerhetseffekten vilket är ett resultat av att människor är riskaverta vid vinster (Kahneman & Tversky, 1979). Negativa förändringar är i sin tur sprungna ur reflektionseffekten vilket är ett resultat av att människor är risksökande vid negativa förändringar (Kahneman & Tversky, 1979). Neutrala förändringar är som namnet antyder inte orsakade av någon beteendeeffekt. Utfallet av detta blir att mer neutral information eller kommunikation inte utgör en påverkan på ägardialogen och innebär därav inte heller någon värdeförändring.

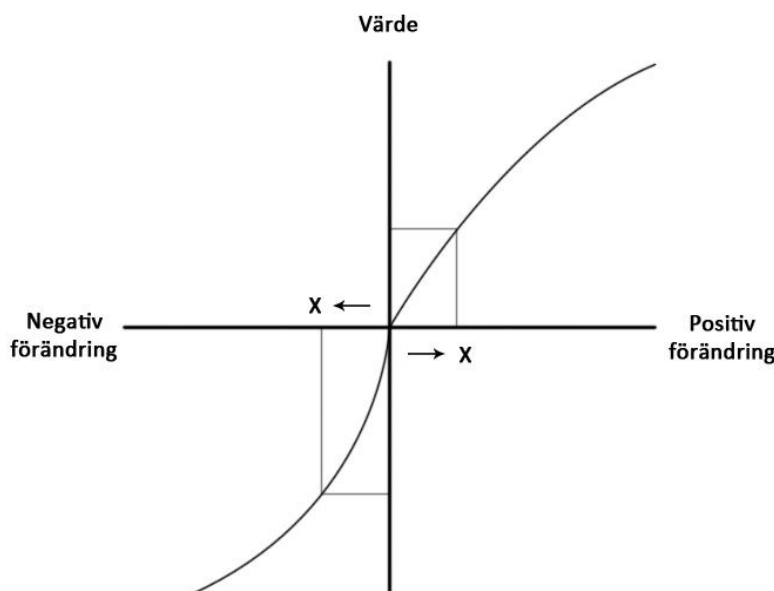
| Företag    | Stadie i livscykeln        | Observationsnummer | Uppkommen vid fråga | Årsredovisningen och till årsstämman tillhörande information  | Årsstämma   | Förändring av beslutsunderlag | Beteendeeffekt      |
|------------|----------------------------|--------------------|---------------------|---|---|-------------------------------|---------------------|
| Taurus     | Entreprenör                | 1                  |                     | Liten marknadsandel innebär betydande omsättning.   | Det räcker med ett kontrakt för att företaget ska stå på egna ben. Definition av ett sådant kontrakt omfattning ges.  | Positiv                       | Säkerhetseffekten   |
|            |                            | 11                 | F                   | Det finns stor potential att komma in på den amerikanska marknaden eftersom produkten innebär effektiviseringar och kostnadsbesparingar.    | Producenter måste investera för att utnyttja de effektiviseringar och kostnadsbesparingar bolagets produkt medför. Producenter kan vara rädda att investera i en oprövad produkt. Politiska makter kan också motverka utvecklingen. | Negativ                       | Reflektionseffekten |
| Kentima    | Entreprenör                | 16                 |                     | Under året har exportsatsningen pausats då den inte var tillfredsställande.   | Exportsatsningen har pausats eftersom finansmarknaden inte trodde på denna satsning och inte för att produkten inte var konkurrenskraftig.  | Positiv                       | Säkerhetseffekten   |
|            |                            | 26                 |                     | Förlusten för det andra kvartalet kommer vara mindre än förlusten för samma period föregående år, men större än för det första kvartalet.   | Förlusten har för varje kvartal minskat de senaste åren. Kvartal ett visar på en knapp förlust vilket gör det tydligt vart vi är påväg.   | Positiv                       | Säkerhetseffekten   |
| Hexatronic | Formalisering och kontroll | 29                 |                     | Investeringar i materiella tillgångar har under årets gång uppgått till tio miljoner  | Investeringar är i nivå med budgeterat belopp och är den nivå som är tänkt framöver.  | Neutral                       | N/A                 |
|            |                            | 31                 | F                   | Teckningsoptionsprogram föreslås för nyckelpersoner i företaget   | Aktieägarna framför sina farhågor ang programmet till vd och styrelse. Styrelseordförande besvarar aktieägarnas synpunkter.   | Negativ                       | Reflektionseffekten |
| Svolder    | Strukturbearbetning        | 34                 | F                   | Optioner och derivat får användas av företaget men att möjligheten begränsas av att marknaden för mindre bolag inte är tillräckligt likvid. | Derivat skulle vara möjliga att använda om orimligt mycket medel finns i kassan eller marknadsutsikterna är väldigt negativa.   | Neutral                       | N/A                 |
|            |                            | 37                 |                     | Totalavkastning presenteras i tabell med sju tidsperioder och med graf som täcker fem år. Grafen sätts i relation till flera olika index.   | Totalavkastningen presenteras med en graf över en treårsperiod. Denna period är den som bäst konkurrerar med företagens huvudsakliga jämförelse-index.  | Positiv                       | Säkerhetseffekten   |
| KappAhl    | Nedgång                    | 42                 |                     | Den nya vd:n anser att KappAhl är rätt bolag för honom och att han ser fram emot uppdraget.   | Den nya vd:n presenterar hur han vill driva KappAhl framåt.   | Positiv                       | Säkerhetseffekten   |
|            |                            | 46                 |                     | Den nya vd:n ser framemot att få bidra till bolagets utveckling och resultat.   | Den nya vd:n anser att bolaget är en oslipad diamant som har fantastisk framtid framför sig. Om fem år kommer aktieägarna att klappa sig själva på axeln.   | Positiv                       | Säkerhetseffekten   |

**Tabell 2:** Sammanställning av utvalda skillnaderna och dess påverkan på beslutsunderlaget.

### 5.3.2 Värde av förändring

Positiva och negativa förändringar av beslutsunderlaget utgör en rörelse på värdefunktionskurvan, se figur 7. En förändring gör sig synlig genom en rörelse längs

den horisontella förändringsaxeln i antingen positiv eller negativ riktning. Våra observationer tyder på att det vid årsstämma finns utrymme för vd och ledning att påverka deltagarnas beslutsunderlag. I ljuset av prospektteorin innebär de påverkande förändringarna att aktieägarna på årsstämman kommer att tillskriva negativa förändringar ett högre värde än likartade positiva förändringar. Detta illustreras i figur 7, där samma förskjutning på förändringsaxeln i de olika riktningarna får olika inverkan på värdet av förändringen. Förskjutningens omfattning grundar sig på deltagarnas individuella referenspunkt, det vill säga erfarenhet, kunskap och förmåga att urskilja relevant information. Det är utom uppsatsens räckvidd att bestämma de absoluta värdena på de observerade skillnaderna. Att vi kan uttyda påverkan på beslutsunderlaget genom årsstämmorna ska däremot inte undermineras. Den påverkan som existerar på årsstämmorna gör att de kan ses som ett forum där inte bara det faktiska sakförhållandet har en central roll, utan även det psykologiska spelet.



Figur 7: Skapad med inspiration A *hypothetical value function*. Kahneman & Tversky (1979).

### 5.3.3 Sammanställning

I detta avsnitt har de observerade skillnaderna behandlats i termer av vilken förändring de har på beslutsunderlaget. Förändringarna har delats in i positiva, negativa och neutrala. Förändringarna härstammar från säkerhetseffekten samt reflektionseffekten i prospektteorin. Beroende på vilken typ av förändring som tillskrivs skillnaden gäller olika utfall för värdet på skillnaden. Positiv information och kommunikation relativt årsredovisningen tillskrivs mindre värde än en negativ. Den absoluta förändringen bestäms av individers referenspunkt och värdet kommer därmed bli olika för alla årsstämodeltagare. Den påverkan vi ser på beslutsunderlaget får följden att det utöver skillnader i sakförhållandet mellan forumen även tycks existera ett psykologiskt spel.



## 5.4 Formalitetsstämma och motivationsstämma

Förhållandet mellan det totala antalet observationer och bolagen i de olika stadierna för organisationslivscykelns har tidigare analyserats. Den ojämna fördelningen av antalet observationer kan rimligen förklaras av att styrelse och vd för de olika bolagen måste ta sig an olika typer av årsstämmor. Med det menas att årsstämman kan vara en arena där graden av framgång eller motgång tycks styra hur denna genomförs. Ett företag i motgång kräver en årsstämma som får med aktieägarna på framtidsåget, medan ett framgångsrikt företag snarare bara ska få den genomförd. Vi har med utgångspunkt i detta valt att införa begreppen motivationsstämma och formalitetsstämma.

### 5.4.1 Klassificering av årsstämmor

Utifrån diagram 2 går det att konstatera att antalet positiva observationer är fler till antalet än de negativa på varje bolags årsstämma. För total sammanställning av alla observationer inklusive förändringen av dessa, se bilaga 3. Våra observationer tycks antyda att vd och styrelse i samtliga fall har en vilja att ställa bolagets framtid i positivt ljus. Då stämman tar beslut i frågor där vd och styrelse behöver ha medhåll från bolagets aktieägare är en sådan utgångspunkt inte orimlig. Det är dock inte bara årsstämman i sig som behöver vara orsaken till att fler positiva observationer finns, utan årsredovisningens utformning spelar också roll. Thomas (1997) menar exempelvis att företag försöker positionera årsredovisningen efter ledningens tänkta utfall. Våra observationer bekräftar till viss del detta då årsredovisningen verkar vara positionerad på ett sätt som möjliggör fler positiva observationer.

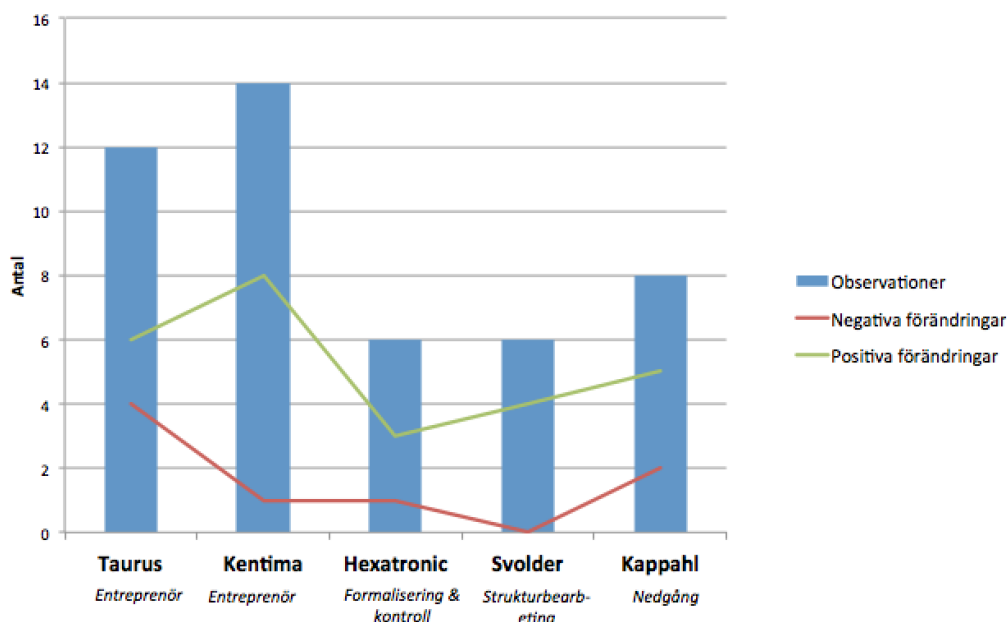


Diagram 2: Totala antalet observationer och dess påverkan på beslutsunderlaget.

När observationerna bryts ner utifrån dess påverkande effekt tyckts antalet positiva observationer spegla vilket stadie i bolaget befinner sig i. Bolagen i entreprenörstadiet har i tidigare analys visat indikationer på att det finns ett stort beroende av aktiemarknaden som återkommande finansieringskälla. Beroendet av aktiemarknaden skulle kunna vara en förklaring till att vi ser fler positiva

observationer i dessa bolag. Kentima och Taurus tampas även båda med lönsamhets- och tillväxtproblem. Detta ställer av förklarliga skäl hög press på vd och styrelse att förklara varför framgångarna uteblivit och vad som ska göras framöver. Det stora antalet observationer tyder på att det finns stor osäkerhet kring företagen. Då positiv påverkan också är välrepresenterad är företagens årsstämmor att se som motivationsstämmor. Våra intryck från dessa årsstämmor motsätter inte denna bedömning, snarare tvärtom. Båda årsstämmorna hölls i mindre lokaler vilket jämfört med övriga årsstämmor gjorde frågestunden med vd och styrelse mer intim.

Aktiemarknaden som finansieringskällan behöver dock inte alltid vara förklaringen till att vi hittar fler positiva observationer. För KappAhl återfinns något fler positiva observationer än för Hexatronic och Svolder. En mer trolig förklaring i KappAhls situation skulle vara att det finns en allmän vilja från vd och styrelse att poängtera vad som ska få företaget på fötter igen. Även om detta inte kan utläsas lika tydlig från tabellen ovan som för företagen i entreprenörstadiet, underbygger vårt intryck detta. Tillsättande av en ny vd men också dennes uttalande om bolaget och dess framtid har utgjort två av de fem positiva observationerna. Viljan att framställa bolaget i god dager var relativt de övriga bolagen extra tydlig. Faktumet att KappAhl befinner sig i en nedåtgående fas pekar även på att deras stämma inte blir ett formalitetsammansamtråde. KappAhls årsstämma anses därför sammantaget vara en motivationsstämma.

Positiva framtoningar kan även utläsas på Hexatronics och Svolders årsstämmor. Med grund i att dessa bolag för tillfället har en stabilare verksamhet har troligen årsredovisningen också varit lättare att positionera. Sett till såväl antalet totala observationer som till antalet positiva observationer framställs årsstämmorna som formalitetsstämmor. Vårt övergripande intryck av hur årsstämmorna utfördes och den presentation som hölls av vd faller även i linje med denna bedömning.

När det kommer till de negativa observationerna kan vi inte uttyda någon klar relation till varken typ av årsstämma eller antalet observationer. Vad som dock kan konstateras är att av det totala antal negativa observationer, åtta stycken, uppkommer fem via frågor från aktieägare. Huruvida de tre återstående negativa observationer har uppkommit på grund av ren ärlighet eller felsägning är spekulativa frågeställningar som vi väljer att inte analysera. Att fem av åtta negativa observationer uppkommit via frågor indikerar att vd och styrelse inte självmant säger något som kan påverka beslutsunderlaget negativt.

#### **5.4.2 Sammanställning**

Analysen ovan har indikerat att bolag kan komma att behöva ta sig i an olika typer av årsstämmor. Två typer av årsstämmor har identifierats varpå uttrycken motivationsstämma och formalitetsstämma har införts. Dessa speglar företags grad av framgång eller motgång vilket tycks bestämma hur många observationer som hittas, men även hur dessa påverkar beslutsunderlaget. Taurus, Kentimas och KappAhls årsstämma har klassats som motivationsstämma medan Svolders och Hexatronics klassats som formalitetsstämma. Det konstaterats att samtliga årsstämmor innehållit fler positiva än negativa observationer.

## **5.5 Sammanfattning av analys**

Detta kapitel inleds med en kort analys av företagens skilda marknadsplatser och dess relation till vårt insamlade material. De olika regelverken tycks ge en övergripande förklaring till varför antalet observationer skiljer sig åt mellan företagen. Indelningen är dock inte tillräcklig för att tolka materialet.

I det andra analysavsnittet görs en indelning av företagen efter matchande stadie i organisationslivs cyklern. Indelningen visade att företagen i entreprenörsstadiet tillsammans stod för majoriteten av det totala antalet observationer. Vidare gjorde denna indelning det möjligt att sätta observationerna i relation till den verklighet företagen verkar i. Stadiespecifika karaktärsdrag har visat överensstämmelse med substans i de utvalda informations- och kommunikationsskillnaderna.

Det tredje avsnittet kategoriserar skillnaderna efter vilken påverkan de har på beslutsunderlaget. Beroende på vilken typ av påverkan som tillskrivs skillnaderna blir effekterna på beslutsunderlaget olika stora. En positiv skillnad värderas mindre än en negativ motsvarighet. Förändringen bestäms inte i absoluta termer utan är en faktor som varierar för varje individ. Den påverkan som kopplas till observationerna betyder att ett psykologiskt spel infinner sig vid årsstämman. Därav är det inte enbart faktiska sakförhållanden som är intressant för aktieägares beslutsunderlag.

I det avslutande avsnittet har analysen baserats på en sammanvägning av de teoretiska ramverken. Två olika typer av årsstämmor identifieras, motivationsstämmor och formalitetsstämmor. Dessa speglas av företags grad av framgång eller motgång. Indelningen indikerar att antalet skillnader är olika mellan stäm motyperna men även den påverkan dessa skillnader i huvudsak har på beslutsunderlaget. Utifrån detta klassificeras Kentimas, Taurus och KappAhls årsstämmor som motivationsstämmor. Årsstämmorna för Hexatronic och Svolder anses däremot vara av typen formalitetsstämma.

## 6. Slutsatser

---

*Det avslutande kapitlet besvarar uppsatsen frågeställning och syfte genom tre slutsatser. Det förs därefter ett resonemang om dess betydelse. En avslutande diskussion hanterar sedan resultatens och arbetets bredare implikationer. Avslutningsvis ges förslag på möjlig inriktning för framtida forskning.*

---

### 6.1 Påverkan genom årsstämman

Den här uppsatsen har ämnat att på ett explorativt sätt undersöka hur aktieägars beslutsunderlag påverkas vid närvarande på årsstämma. Genom detta har uppsatsen huvudsakligen kommit fram till tre slutsatser. Dessa presenteras nedan följt av ett resonemang kring dess betydelse.

*Skillnader mellan årsredovisning och årsstämma existerar gällande såväl information som kommunikation.*

Genom vår undersökning av skillnader mellan årsredovisning och årsstämma har vi kommit fram till att information såväl som kommunikation skiljer sig åt. Detta gäller för alla företag i studien. Förekomsten av skillnader tycks variera över ett företags livscykel då flest observationer återfinns i de mindre utvecklade företagen. Detta indikerar att möjligheten att ta del av ny information, eller annorlunda kommunicerad information, är störst vid dessa företags årsstämmor. Att skillnader överhuvudtaget existerar öppnar upp för deltagande aktieägare att ta del av information och intryck som inte blir tillgänglig för icke närvarande.

*Skillnader ger upphov till positiv och negativ påverkan på aktieägars beslutsunderlag.*

Majoriteten av skillnaderna som identifierats har visat sig kunna påverka beslutsunderlaget för aktieägare. Sådana skillnader utsätter underlaget aktieägare besitter innan årsstämman för förändring, antingen i positiv eller negativ mening. Fler positivt än negativt laddade skillnader har kunnat observeras i samtliga bolag. Hur stort värdet är för de olika skillnaderna har inte gått att påvisa utifrån uppsatsens utformning. Insikten om att årsstämmor utsätter aktieägars beslutsunderlag för en påverkan betyder att psykologiska aspekter behöver tas i beaktning. Det är således inte bara sakförhållandet i skillnaderna som är intressant vid närvarande på en årsstämma.

*Det finns två typer av årsstämmor, formalitetsstämma och motivationsstämma.*

I vår uppsats har vi kunnat påvisa att graden av påverkan som aktieägare kan utsättas för skiljer sig åt mellan olika bolags årsstämmor. Det tycks bero på att olika bolag kan behöva ta sig an olika typer av årsstämmor. Avgörande faktorer för vilken typ av årsstämma som hålls är graden av framgång eller motgång i nuvarande verksamhet. Dessa två faktorer tycks styra antalet informations- och kommunikationsskillnader såväl som dess påverkan. Formalitetsstämma är synonymt med en årsstämma i ett

framgångsrikt bolag. Motivationsstämma är synonymt med en årsstämma i ett bolag drabbat av motgångar eller hinder. Utfallet av denna typifiering tycks vara att motivationsstämman relativt formalitetsstämman innehåller fler positiva observationer.

## **6.2 Avslutande diskussion**

I denna uppsats har nytt ljus riktats mot ett område som det historiskt sett varit sparsamt forskat kring. Vår beteendevetenskapliga teoretiska bas har medfört möjligheten att tolka informations- och kommunikationsskillnader som något mer än bara en ökning av information. Därav utreds ett område som från ett neoklassiskt perspektiv inte hade existerat. Således får våra slutsatser trots att uppsatsen är av explorativ art anses ha bidragit till mervärde och något nytt inom området för finansiell kommunikation.

Vårt största bidrag med uppsatsen har varit typifiering av formalitets- och motivationsstämma. Denna gör det lättare för aktieägare att förstå hur graden av påverkan vid en årsstämma kan skilja sig åt beroende på hur bra det går för ett företag. En sådan vetskap kan i sin tur göra en aktieägare mer uppmärksam på det som sägs och hur det framställs. Det ska dock poängteras att typifieringen inte är en exakt vetenskap som går att kvantifiera eller fastställa klara riktlinjer för. Som vi teoretiskt belyst har varje människa en individuell referenspunkt. Således kommer troligen upplevelsen bland årsstämmodeltagarna skilja sig åt beroende på vilken typ av stämma de besöker. I vetenskapen om att varje individ kan tolka typen av årsstämma annorlunda, ligger också denna uppsats begränsning.

Det är möjligt att en annan typ av frågeställning skulle öka betydelsen av typifieringarna i denna uppsats. En sådan fråga skulle behöva beröra vad skillnader, likt dem som identifierats i denna uppsats, får för effekt på det beslut som tas. En sådan effekt skulle vara möjlig att identifiera om vägningsfunktionen i prospektteorin också appliceras på de positiva och negativa förändringarna. En sådan applicering skulle kunna genomföras då något som uttrycks tydlig eller säkert vid årsstämman enligt vägningsfunktionen skulle undervärderas. Ett motsatt förhållande skulle gälla för uttryck som var svaga eller osäkra. Detta hade bidragit med det sista steget för utvärderingsfasen i teorin och därav skulle värdet av funna skillnader kunna bestämmas. Genom en sådan applicering av prospektteorin skulle det även gå att säga något om huruvida motivations- och formalitetsstämmor generera en viss typ av beslut.

## **6.3 Framtida forskning**

Genom slutsatserna har det uppkommit följdfrågor och funderingar vilka vår uppsats inte besvarar. Då området vi undersökt får anses vara relativt outforskat finns det ett flertal sätt att angripa det på. Nedan kommer vi tydliggöra de tre områden vilket vi personligen gärna hade sett att framtida forskning inriktar sig på.

Ett intressant inslag i framtida forskning hade varit att under en längre period följt samma population av bolag och samtidigt replikerat vår studie. Syftet med ett sådant angreppssätt hade varit att få en tydligare bekräftelse till huruvida vår typifiering stämmer överens med hur det verksamhetsmässigt går för företagen. Skulle fallet inte

vara så tyder det på att graden av påverkan för en viss årsstämma snarare avgörs av andra företagspecifika faktorer än graden av verksamhetens framgång och motgång.

Ett annat intressant angreppssätt på samma område hade varit att rikta ljuset mot en bredare population av företag. Detta eftersom typerna av stämmor som identifieras i denna uppsats varit begränsade av populationen. Det är möjligt att fler typer kan uttydas såväl som undergrupper till formalitets- och motivationsstämman.

Det tredje förslaget på framtida forskning rör den del av prospektteorin som vi inte använt oss av i vår analysmodell. Genom en applicering av vägningsfunktionen skulle det möjligen gå att svara på om en aktieägares beslut faktiskt förändras på grund av den påverkan som finns vid en årsstämma. Forskning på detta område hade även fått inrikta sig på att avgöra huruvida det beslut som tas härstammar från en beslutsvikt kopplad till hela årsstämman eller om beslutsvikterna ackumuleras utifrån antalet påverkande observationer.

## 7. Källförteckning

- Aktietorget. (2015). *Noteringsavtal*. Elektroniskt tillgänglig: [https://www.aktietorget.se/documents/AnslutningsVillkor\\_Avtal\\_2015-04-01.pdf](https://www.aktietorget.se/documents/AnslutningsVillkor_Avtal_2015-04-01.pdf) [Hämtad 30 december 2015]
- Bryman, A, & Bell, E (2013), *Företagsekonomiska Forskningsmetoder*, Stockholm: Liber, 2013
- Cartwright, E (2014), *Behavioral Economics*, New York: Routledge, 2014.
- Czyzewski, A, & Wilkinson, K (2014), 'Does the Management Discussion and Analysis Section of the 10-K Provide Information for Retirement Decisions?', *Journal Of Leadership, Accountability & Ethics*, 11, 3, pp. 97-107. Elektroniskt tillgänglig: <http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=24aa803b-6778-4202-9308-ef89f0e4d2b3%40sessionmgr4003&vid=46&hid=4203> [Hämtad 10 januari 2016]
- Daft, R.L., Murphy, J. & Willmott, H. (2014) *Organization Theory and Design*, United Kingdom: Cengage Learning EMEA
- Datainspektionen (2015a) *Vad innebär strukturerad och ostrukturerad behandling av personuppgifter?* Elektroniskt tillgänglig: <http://www.datainspektionen.se/fragor-och-svar/personuppgiftslagen/vad-innebar-strukturerad-och-ostrukturerad-behandling-av-personuppgifter/> [Hämtad 26 november 2015]
- Datainspektionen (2015b) *Vad menas med en kränkning av den personliga integriteten?* Elektroniskt tillgänglig: <http://www.datainspektionen.se/fragor-och-svar/personuppgiftslagen/vad-menas-med-en-krankning-av-den-personliga-integriteten1/> [Hämtad 26 november 2015]
- Deegan, C. & Unerman, J. (2011). *Financial Accounting Theory*, United Kingdom: McGraw-Hill Education
- Finansinspektionen. (2015). *Börser och aktiehandel*. Elektroniskt tillgänglig: <http://www.fi.se/Folder-SE/Konsument/Fragor-och-svar/Spara/Borser-och-aktiehandel1/> [Hämtad 30 december 2015]
- Healy, P.M. & Palepu, K.G. (2001). *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, no. 1 pp.405-440. Elektroniskt tillgänglig: [http://ac.els-cdn.com/S0165410101000180/1-s2.0-S0165410101000180-main.pdf?tid=07964e66-ae86-11e5-b77f-00000aab0f6c&acdnat=1451432818\\_85f4b8a597202c73ff6bf7de220064f9](http://ac.els-cdn.com/S0165410101000180/1-s2.0-S0165410101000180-main.pdf?tid=07964e66-ae86-11e5-b77f-00000aab0f6c&acdnat=1451432818_85f4b8a597202c73ff6bf7de220064f9) [Hämtad 30 december 2015]
- Hexatronic (2015a). *Års- och koncernredovisning 2014/2015 för Hexatronic Group (publ)*. Göteborg: Hexatronic Group AB. Elektroniskt tillgänglig: <http://www.hexatronicgroup.com/media/8479/hexatronic-aarsredovisning-2015.pdf> [Hämtad 5 januari 2016]

Hexatronic (2015b). *Hexatronic har godkänts för notering på Nasdaq Stockholm och offentliggör prospekt med ny finansiell information*. Elektroniskt tillgänglig: <http://www.hexatronicgroup.com/media/10543/2015-12-11-hexatronic-har-godkaents-foer-notering-paa-nasdaq-stockholm.pdf> [Hämtad 5 januari 2016]

Hexatronic (2015c) *Kallelse till årsstämma i Hexatronic Group (publ) 556168-6360*. Elektroniskt tillgänglig: <http://www.hexatronicgroup.com/media/7817/kallelse-till-aarsstaemma-i-hexatronic-group-ab.pdf> [Hämtad 5 januari 2016]

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). *Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, pp. 305- 360. Elektroniskt tillgänglig: [http://ac.els-cdn.com/0304405X7690026X/1-s2.0-0304405X7690026X-main.pdf?\\_tid=3d44a8ac-b77b-11e5-8df0-00000aacb35f&acdnat=1452417744\\_e95f09705a3d143d5f8a42b23740c57d](http://ac.els-cdn.com/0304405X7690026X/1-s2.0-0304405X7690026X-main.pdf?_tid=3d44a8ac-b77b-11e5-8df0-00000aacb35f&acdnat=1452417744_e95f09705a3d143d5f8a42b23740c57d) [Hämtad 10 januari 2016]

Kahneman, D. & Tversky, A (1979), *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, Econometrica, 2, p. 263. Elektroniskt tillgänglig: <http://www.jstor.org/stable/1914185> [Hämtad 30 november 2015]

KappAhl (2015a). *Årsredovisning del 1*. Mölndal: KappAhl AB. Elektroniskt tillgänglig: [http://www.kappahl.com/globalassets/about-kappahl-corporate/documents/ir-documents/annual--interim-reports/20142015/kappahl\\_arsredovisning2015\\_del1.pdf](http://www.kappahl.com/globalassets/about-kappahl-corporate/documents/ir-documents/annual--interim-reports/20142015/kappahl_arsredovisning2015_del1.pdf) [Hämtad 5 januari 2016]

KappAhl (2015b). *Årsredovisning del 2*. Mölndal: KappAhl AB. Elektroniskt tillgänglig: [http://www.kappahl.com/globalassets/about-kappahl-corporate/documents/ir-documents/annual--interim-reports/20142015/kappahl\\_arsredovisning2015\\_del2.pdf](http://www.kappahl.com/globalassets/about-kappahl-corporate/documents/ir-documents/annual--interim-reports/20142015/kappahl_arsredovisning2015_del2.pdf) [Hämtad 5 januari 2016]

KappAhl (2015c). *Danny Feltmann Espersen ny vd för KappAhl*. Elektroniskt tillgänglig: <http://www.kappahl.com/sv-SE/om-kappahl/press/nyheter-pressmeddelanden/2015/danny-feltmann-espersen-ny-vd-for-kappahl/> [Hämtad 5 januari 2016]

Kentima (2012). *Årsredovisning och koncernredovisning för Kentima Holding AB*. Staffanstorp: Kentima Holding AB. Elektroniskt tillgänglig: [https://www.kentima.com/~media/Investors/Finansiella%20rapporter/Arsredovisning\\_KentimaHoldingAB\\_2011-2012.ashx](https://www.kentima.com/~media/Investors/Finansiella%20rapporter/Arsredovisning_KentimaHoldingAB_2011-2012.ashx) [Hämtad 5 januari 2016]

Kentima (2013). *Årsredovisning 2012/2013*. Staffanstorp: Kentima Holding AB. Elektroniskt tillgänglig: [https://www.kentima.com/~media/Investors/Finansiella%20rapporter/Kentima%20Holding\\_Arsredovisning\\_2012-2013\\_lr.ashx](https://www.kentima.com/~media/Investors/Finansiella%20rapporter/Kentima%20Holding_Arsredovisning_2012-2013_lr.ashx) [Hämtad 5 januari 2016]

Kentima (2014). *Årsredovisning 2013/2014*. Staffanstorp: Kentima Holding AB. Elektroniskt tillgänglig:



[https://www.kentima.com/~media/Investors/Finansiella%20rapporter/%C3%85rsredovisning\\_2013-2014\\_lr.ashx](https://www.kentima.com/~media/Investors/Finansiella%20rapporter/%C3%85rsredovisning_2013-2014_lr.ashx) [Hämtad 5 januari 2016]

Kentima (2015a). *Årsredovisning 2014/2015*. Staffanstorp: Kentima Holding AB. Elektroniskt tillgänglig:

[https://www.kentima.com/~media/Investors/Finansiella%20rapporter/Arsredovisning\\_KentimaHoldingAB\\_2014-2015.ashx](https://www.kentima.com/~media/Investors/Finansiella%20rapporter/Arsredovisning_KentimaHoldingAB_2014-2015.ashx) [Hämtad 5 januari 2016]

Kentima (2015b). *Delårsrapport Q1 (juli-sep 2015)*. Staffanstorp: Kentima Holding AB. Elektroniskt tillgänglig:

[https://www.kentima.com/~media/Investors/Finansiella%20rapporter/Delarsrapporter%202015/Delarsrapport\\_Q1\\_juli-sept2015.ashx](https://www.kentima.com/~media/Investors/Finansiella%20rapporter/Delarsrapporter%202015/Delarsrapport_Q1_juli-sept2015.ashx) [Hämtad 5 januari 2016]

Koberg, C.S., Uhlenbruck, N. & Sarason, Y. (1996). *Facilitators of Organizational Innovation: The Role of Life-Cycle Stage*. Journal of Business Venturing, Vol. 11, no. 2, pp. 133-149. Elektroniskt tillgänglig: [http://ac.els-cdn.com/0883902695001077/1-s2.0-0883902695001077-main.pdf?tid=7e8e2bfa-ae87-11e5-b224-00000aab0f01&acdnat=1451433447\\_43ebdae27038021e5f2bde02b178c74d](http://ac.els-cdn.com/0883902695001077/1-s2.0-0883902695001077-main.pdf?tid=7e8e2bfa-ae87-11e5-b224-00000aab0f01&acdnat=1451433447_43ebdae27038021e5f2bde02b178c74d) [Hämtad 30 december 2015]

Lawrence, A (2013), *Individual investors and financial disclosure*, Journal Of Accounting & Economics, 56, 1, pp. 130-147, Elektroniskt tillgänglig:

<http://www.sciencedirect.com.ludwig.lub.lu.se/science/article/pii/S0165410113000359> [Hämtad 20 november 2015]

LeCompte, M, & Goetz, J (1982), *Problems of Reliability and Validity in*

*Ethnographic Research*, Review of Educational Research, 1, p. 31. Elektroniskt tillgänglig: [http://www.jstor.org/stable/1170272?&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/1170272?&seq=1#page_scan_tab_contents) [Hämtad 4 januari 2016]

Lippitt, G.L. & Smith, W.H. (1967). *Crises in a developing organization*, Harvard Business Review. Vol. 45, No. 6, pp. 102-112. Elektroniskt tillgänglig:

<http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=0525f4c5-b086-4747-a7b7-bee7f0eed084%40sessionmgr114&vid=7&hid=104> [Hämtad 2 januari 2016]

Lowenstein, R (2008). *The essential lessons*, i *Security Analysis: Principle and Technique 6th edition*. Graham, B. & Dodd, D, Mcgraw-hill Education - Europe

Lundahl, U, & Skärvad, P (1999), *Utredningsmetodik för samhällsvetare och ekonomer*, Lund: Studentlitteratur, 1999

Marchisio, E. (2015). *A behavioural Analysis of Shareholders*. Meetings, European Business Law Review, Vol. 26, no.2, pp. 245-281. Elektroniskt tillgänglig:

<http://www.kluwerlawonline.com.ludwig.lub.lu.se/document.php?requested=document.php%3Fid%3DEULR2015013%26type%3Dhitlist%26num%3D0%23xml%3Dhttp%3A%2F%2Fwww.kluwerlawonline.com%2Fpdfhits.php%3Ftype%3Dhitlist%26num%3D0&id=EULR2015013&type=hitlist&num=0#xml=http://www.kluwerlawonline.com.ludwig.lub.lu.se/pdfhits.php?type=hitlist&num=0> [Hämtad 30 december 2015]

Martinez-Blasco, M. Garcia-Blandon, J. & Argiles-Bosch, J.M. (2015). *Does the informational role of the annual general meeting depend on a country's legal tradition?*. Journal of management & Governance, Vol. 19, no. 4, pp. 849-873.

Elektroniskt tillgänglig:

<http://resolver.ebscohost.com.ludwig.lub.lu.se/openurl?group=main&profile=ftf&sid=EBSCO:bth&genre=article&issn=13853457&ISBN=&volume=19&issue=4&date=20151101&spage=849&pages=849-873&title=Journal%20of%20Management%20&%20Governance&atitle=Does%20the%20informational%20role%20of%20the%20annual%20general%20meeting%20depend%20on%20a%20country%27s%20legal%20tradition%3F&aulast=Martinez-Blasco%2C%20Monica&id=DOI:10.1007/s10997-014-9294-9> [Hämtad 30 december 2015]

Miller, D. & Friesen, P.H. (1983). *Successful and Unsuccessful Phases of the Corporate Life Cycle*, Organization studies (Walter de Gruyter GmbH & Co. KG.) , Vol. 4, no. 4, pp. 339-356 Elektroniskt tillgänglig:

<http://eds.b.ebscohost.com.ludwig.lub.lu.se/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=0525f4c5-b086-4747-a7b7-bee7f0eed084@sessionmgr114&vid=3&hid=104> [Hämtad 2 januari 2016]

Nasdaq OMX. (2015a). *Regelverk för emittenter*. Elektroniskt tillgänglig:

[http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/96/96154\\_nasdaq-stockholms-regelverk-f-r-emittenter---2015-01-01.pdf](http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/96/96154_nasdaq-stockholms-regelverk-f-r-emittenter---2015-01-01.pdf) [Hämtad 30 december 2015]

Nasdaq OMX. (2015b). *First North Nordic – Rulebook*. Elektroniskt tillgänglig:

[http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/96/96253\\_first-north-rulebook-2015-01-01.pdf](http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/96/96253_first-north-rulebook-2015-01-01.pdf) [Hämtad 30 december 2015]

Nationalencyklopedin (2015a), *Globalisering*. Elektroniskt tillgänglig:

<http://www.ne.se.ludwig.lub.lu.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/globalisering> [Hämtad 12 november 2015]

Nationalencyklopedin (2015b), *Informationssamhälle*. Elektroniskt tillgänglig:

<http://www.ne.se.ludwig.lub.lu.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/informationssamhälle> [Hämtad 12 november 2015]

Nationalencyklopedin (2015c), *Neoklassisk nationalekonomi*. Elektroniskt tillgänglig:

<http://www.ne.se.ludwig.lub.lu.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/neoklassisk-nationalekonomi> [Hämtad 12 november 2015]

Nationalencyklopedin (2016a), *Beteendekonomi*. Elektroniskt tillgänglig:

<http://www.ne.se.ludwig.lub.lu.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/beteendekonomi> [Hämtad 2 januari 2016]

Nationalencyklopedin (2016b), *Beslutsteori*. Elektroniskt tillgänglig:

<http://www.ne.se.ludwig.lub.lu.se/uppslagsverk/encyklopedi/lång/beslutsteori> [Hämtad 2 januari 2016]

Olibe, K.O. (2002). *The information content of annual general meetings: a price and trading volume analysis*, Journal of International Accounting, Auditing & Taxation,

Vol . 11, No. 1, pp. 19-37. Elektroniskt tillgänglig: [http://ac.els-cdn.com/S1061951802000526/1-s2.0-S1061951802000526-main.pdf?\\_tid=683940c8-ae83-11e5-971c-00000aacb35e&acdnat=1451431691\\_941d1fdafaa93e26d65ddfdbbc2bfd449](http://ac.els-cdn.com/S1061951802000526/1-s2.0-S1061951802000526-main.pdf?_tid=683940c8-ae83-11e5-971c-00000aacb35e&acdnat=1451431691_941d1fdafaa93e26d65ddfdbbc2bfd449) [Hämtad 30 december 2015]

Phan, T.N., Baird, K. & Blair, B. (2014). The Use and Success of Activity-based Management Practices at Different Organizational Life Cycle Stages, *International Journal of Production Research*, Vol. 52, No. 3, pp. 787-803. Elektroniskt tillgänglig: <http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=0525f4c5-b086-4747-a7b7-bee7f0eed084%40sessionmgr114&vid=12&hid=104> [Hämtad 2 januari 2016]

Quinn, R.E. & Cameron, K. (1983). *Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence*, *Management Science*, Vol. 29 no. 1, pp. 33-51. Elektroniskt tillgänglig: <http://eds.b.ebscohost.com.ludwig.lub.lu.se/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=e8094f16-5c08-44ee-bf34-252e52ec5470%40sessionmgr112&vid=16&hid=104> [Hämtad 30 december 2015]

Sahibzada, K, Pehrsson, K & AJB Bergh Advokatbyrå AB. (2004). *Strängare regler stärker information*. Elektroniskt tillgänglig: <http://www.aktiespararna.se/Artikelarkiv/Repotage/2004/oktober/Juridikskolan-del-2/> [Hämtad: 10 januari 2016]

SEC (1972), *Disclosure and form 10-K*, *Journal Of Accountancy*, 134, 4, pp. 73-74. Elektroniskt tillgänglig: <http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=24aa803b-6778-4202-9308-ef89f0e4d2b3%40sessionmgr4003&vid=17&hid=4203> [Hämtad 10 januari 2016]

SEC (2009) Form 10-K. Elektroniskt tillgängligt: <http://www.sec.gov/answers/form10k.htm> [Hämtad 25 november 2015]

SEC (2013) What we do. Elektroniskt tillgängligt: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml> [Hämtad 25 november 2015]

Silvola, H. (2008). *Do Organizational Life-cycle and Venture Capital Investors Affect the Management Control Systems Used by the Firm*, *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, Vol. 24, No. 1, pp. 128-138. Elektroniskt tillgänglig: [http://ac.els-cdn.com/S0882611008000163/1-s2.0-S0882611008000163-main.pdf?\\_tid=7d05c85a-b18f-11e5-8017-00000aab0f6c&acdnat=1451766734\\_0af214ffa8b5756ddba50b9da8d292e2](http://ac.els-cdn.com/S0882611008000163/1-s2.0-S0882611008000163-main.pdf?_tid=7d05c85a-b18f-11e5-8017-00000aab0f6c&acdnat=1451766734_0af214ffa8b5756ddba50b9da8d292e2) [Hämtad 2 januari 2016]

Simon, Herbert A. (1987). *Behavioural economics. The New Palgrave: A Dictionary of Economics*. First Edition Elektroniskt tillgänglig: [http://www.dictionaryofeconomics.com.ludwig.lub.lu.se/article?id=pde1987\\_X000160](http://www.dictionaryofeconomics.com.ludwig.lub.lu.se/article?id=pde1987_X000160) [Hämtad 25 november 2015].

Solomon, J. (2013). *Corporate Governance and Accountability*. United States: John Wiley & Sons.

Strätling, R. (2003). *General Meetings: a dispensable tool for corporate governance of listed companies?*, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, no. 1, pp. 74-82. Elektroniskt tillgänglig: <http://eds.b.ebscohost.com.ludwig.lub.lu.se/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=e8094f16-5c08-44ee-bf34-252e52ec5470%40sessionmgr112&vid=11&hid=104> [Hämtad 30 december 2015]

Svolder (2012) *Årsredovisning 2011/2012*. Stockholm: Svolder AB. Elektroniskt tillgänglig: <http://mb.cision.com/Main/80/9323987/59427.pdf> [Hämtad 5 januari 2016]

Svolder (2013) *Årsredovisning 2012/2013*. Stockholm: Svolder AB. Elektroniskt tillgänglig: <http://mb.cision.com/Main/80/9489312/176953.pdf> [Hämtad 5 januari 2016]

Svolder (2014) *Årsredovisning 2013/2014*. Stockholm: Svolder AB. Elektroniskt tillgänglig: <http://mb.cision.com/Main/80/9669472/305265.pdf> [Hämtad 5 januari 2016]

Svolder (2015) *Årsredovisning 2014/2015*. Stockholm: Svolder AB. Elektroniskt tillgänglig: <http://mb.cision.com/Main/80/9855555/436461.pdf> [Hämtad 5 januari 2016]

Taurus (2015). *Årsredovisning 2014/2015*. Lund: Taurus Energy AB. Elektroniskt tillgänglig: <http://www.taurusenergy.eu/PDF-dokument/2015/taurus-AR-2015-publiceras.pdf> [Hämtad 5 januari 2016]

Thomas, J (1997), *Discourse in the Marketplace: The Making of Meaning in Annual Reports*, *Journal Of Business Communication*, 34, 1, pp. 47-66. Elektroniskt tillgänglig: <http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=24aa803b-6778-4202-9308-ef89f0e4d2b3%40sessionmgr4003&vid=32&hid=4203> [Hämtad 10 januari 2016]

Tversky, A, & Kahneman, D (1991), *Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model*, *The Quarterly Journal of Economics*, 4, p. 1039.. Elektroniskt tillgänglig: [http://www.jstor.org/stable/2937956?&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/2937956?&seq=1#page_scan_tab_contents) [Hämtad 30 november 2015]

Tversky, A, & Kahneman, D (1992), *Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty*, *Journal Of Risk & Uncertainty*, 5, 4, pp. 297-323. Elektroniskt tillgänglig: [http://www.jstor.org/stable/41755005?seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](http://www.jstor.org/stable/41755005?seq=1#page_scan_tab_contents) [Hämtad 30 november 2015]

Vetenskapsrådet. (2011). *God forsknings sed*. Elektroniskt tillgänglig: <https://publikationer.vr.se/produkt/god-forsknings-sed/> [Hämtad 2 januari 2016]

You, H, & Zhang, X (2009), *Financial reporting complexity and investor under reaction to 10-K information*, Review Of Accounting Studies, 14, 4, pp. 559-586.

Elektroniskt tillgänglig:

<http://eds.a.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?sid=24aa803b-6778-4202-9308-ef89f0e4d2b3%40sessionmgr4003&vid=50&hid=4203> [Hämtad 10 januari 2016]

## Bilaga 1: Empiritabell

| Företag       | Typ av observation | Observations- nummer | Uppkommen vid fråga | Årsredovisningen och till årsstämman tillhörande information  | Årsstämma   |
|---------------|--------------------|----------------------|---------------------|---|---|
|               |                    | 1                    |                     | Liten marknadsandel innebär betydande omsättning.   | Det räcker med ett kontrakt för att företaget ska stå på egna ben. Definition av ett sådant kontrakt omfattning ges.  |
|               |                    | 2                    |                     | Resprodukter från framskallandet av etanol är vanligt förekommande som ingredienser i djurfoder.  | Resprodukterna som används till djurfoder är väldigt energirika och det är inte ovanligt att försäljningen av resprodukterna är lika lönsam som försäljningen av etanol.  |
|               |                    | 3                    |                     | Jäststammen möjliggör användningen av förnybara råvaror.  | Jäststammen möjliggör användningen av förnybara råvaror så som energigräs och energiskog.   |
|               | Information        | 4                    |                     | Likviditetsbrist till följd av att förväntade intäkter understiger förväntade kostnader   | Likvida medel räcker till Mars och nyemissionen är tänkt att räckta två år.   |
|               |                    | 5                    | F                   | Stortek på det beviljade bidraget från EU samt information om års specifika bidrag och nedlagda kostnader                                   | Bidraget täcker 70% av de kostnader företaget lägger ner. Resterande 30% ser företaget som utvecklingskostnader som ändå skulle lagts ner.  |
|               |                    | 6                    | F                   | Presentation av de ledande befattningshavarnas aktieinnehav i bolaget   | Ledande befattningshavare ger ett antal skäl till anledningen att de inte har något eller inte har mer aktier i bolaget.  |
| <b>Taurus</b> |                    | 7                    |                     | Ett avtal med Lallemand BDS har ingåtts   | Bolaget får ta del av Lallemand BDS patenterade sätt att leverera jäst på.  |
|               |                    | 8                    |                     | Samarbetsavtal har slutits med Lallemand BDS vilket kombinerat med ett marknadsgodkännande gör Taurus produkt redo att levereras i volymer. | Samarbetsavtalet är kanske den största nyheten under året. Lallemand BDS beskrivs som en bjässe i branschen och helt rätt samarbetspartner. Företaget är väldigt känt som utbildare och innovatör.                                  |
|               |                    | 9                    |                     | Bolagets produkt XyloFerm har fått amerikanskt marknadsgodkännande  | Granskningen av XyloFerm har en tidsfrist och att den får ett godkännande när denna tidsfrist löper ut.   |
|               | Kommunikation      | 10                   |                     | De största aktieägarna presenteras.   | Styrelseordförande menar att de verkligen hittat en aktieägare som tror på dem då personen i fråga under årets gång blivit den största enskilda aktieägaren.  |
|               |                    | 11                   | F                   | Det finns stor potential att komma in på den amerikanska marknaden eftersom produkten innebär effektiviseringar och kostnadsbesparingar.    | Producenten måste investera för att utnyttja de effektiviseringar och kostnadsbesparingar bolagets produkt medför. Producenten kan vara rädda att investera i en oprövad produkt. Politiska makter kan också motverka utvecklingen. |
|               |                    | 12                   |                     | Licensavtal har ej ingåtts  | Den tidigare bristen på produktions- och distributionsmöjligheterna ges som anledning till att licensavtal inte slutits ännu, men nu nu genom Lallemand BDS är åtgärdat.  |
|               |                    | 13                   | F                   | Presentation av de finansiella målen.   | Licensavtal har ingåtts. Diskussion om de finansiella målen har förekommit och de kan eventuellt komma att revideras.   |
|               |                    | 14                   |                     | Sammanställning av de ledande befattningshavarnas aktieinnehav presenteras.   | Bolagets vd har efter bokslutet köpt på sig mer aktier.   |
|               |                    | 15                   |                     | Bolagets tre områden inom automation presenteras.   | Fokus har legat på fastighetsautomation eftersom där ser betydande tillväxtpotentialer.   |
|               |                    | 16                   |                     | Under året har exportsatsningen pausats då den inte var tillfredsställande.   | Exportsatsningen har pausats eftersom finansmarknaden inte trodde på denna satsning och inte för att produkten inte var konkurrenskraftig.  |
|               | Information        | 17                   |                     | Minskad omsättning pga minskad försäljning till en stor kund.   | Minskad omsättning pga mindre försäljning till Sandvik.   |
|               |                    | 18                   |                     | Bolaget har ett kostnadsbesparingsprogram vars effekter syns i resultatet.  | Kostnadsbesparingsprogrammets effekter presenteras.   |
|               |                    | 19                   | F                   | Bolaget har för avsikt att rekrytera ny sälj- och supportpersonal.  | Presentation av hur många som avses anställas och att det för närvarande har för få säljare.  |
|               |                    | 20                   |                     | Presentation av de aktiverade kostnaderna som gjorts för immateriella tillgångar.   | Förutom de aktiverade kostnaderna har 75-80 miljoner kronor kostnadsförts.  |
|               |                    | 21                   |                     | Arbetet med befintliga kunder på utländska marknader kommer inte att avslutas.  | Bolaget kommer att arbeta vidare med de befintliga kunderna som finns i de sju andra länderna än i Sverige.   |
|               |                    | 22                   |                     | Aktiekursens utveckling presenteras i en graf.  | Aktiekursen talar sitt tydliga språk.   |
|               |                    | 23                   |                     | Bolaget bedriver försäljning via olika kanaler.   | Försäljning via olika kanaler har gett bolaget en positiv effekt.   |
|               | Kommunikation      | 24                   |                     | Presentation av bolagets partnerprogram som har växt.   | Ökningen av antalet deltagare i partnerprogrammet kan ge en indikation om hur försäljningsutvecklingen ser ut framöver.   |
|               |                    | 25                   |                     | Kundfordringar och leverantörsskuldernas utveckling presenteras för det gångna kvartalet.   | Denna förändring gör att det ser bättre ut för framtiden.   |
|               |                    | 26                   |                     | Förlusten för det andra kvartalet kommer vara mindre än förlusten för samma period föregående år, men större än för det första kvartalet.   | Förlusten har för varje kvartal minskat de senaste åren. Kvartal ett visar på en knapp förlust vilket gör det tydligt vart vi är på väg.  |

| Företag           | Typ av observation | Observations- Uppkommen vid fråga nummer | Årsredovisningen  | Årsstämma   |
|-------------------|--------------------|--|---|---|
|                   |                    | 27                                       | Resultatnedgången kan utläsas bero på ökade bland annat kostnader.  | Personalkostnaderna har ökat och anledning till detta är att bolaget nu har en ny sälj- och kundserviceavdelning för Hudkvalitetsverksamheten.  |
|                   | Information        | 28                                       | Bolaget har för avsikt att noteras på Stockholmsbörsen  | Ambitionen att noteras på Stockholmsbörsen motiveras med att det ger aktien högre likviditet, lockar andra investerare och förenklar finansieringsmöjligheterna.  |
|                   |                    | 29                                       | Investeringar i materiella tillgångar har under årets gång uppgått till tio miljoner  | Investeringar är i nivå med budgeterat belopp och är den nivå som är tänkt framöver.  |
| <b>Hexatronic</b> |                    | 30                                       | En stämningssökning är gjord emot bolaget gällande patentintrång.   | Företaget känner sig komförtabla med den stämningen som finns emot bolaget.   |
|                   | Kommunikation      | 31                                       | Teckningsoptionsprogram föreslås för nyckelpersoner i företaget   | Aktieägarna framför sina förhågor ang programmet till vd och styrelse. Styrelseordförande besvarar aktieägarnas synpunkter.   |
|                   |                    | 32                                       | Bolaget ska kontinuerligt växa via förvärv av andra bolag.  | Anser inte det finns någon risk med att växa för snabbt eftersom de nya företagen i regel är sedan tidigare väl fungerade och drivs entreprinörillt.  |
|                   |                    | 33                                       | En omvandling av A-aktier har gjorts under verksamhetsåret till B-aktier.   | Investmentbolaget Öresund har gjort omvandlingen. Skäl till en sådan omvandling kan bero på högre likviditet i B-aktier.  |
|                   | Information        | 34                                       | Optioner och derivat får användas av företaget men att möjligheten begränsas av att marknaden för mindre bolag inte är tillräckligt likvid. | Derivat skulle vara möjliga att använda om orimligt mycket medel finns i kassan eller marknadsutsikterna är väldigt negativa.   |
|                   |                    | 35                                       | En klausul om tvångslikvidation kan åberopas om mer än en tredjedel av företrädda röster på stämman röstar för det.                         | Klausulen om tvångslikvidation är till för att skydda de mindre aktieägarna. uteblivandet av en sådan klausul har stora ägare historiskt dragit vinning av.   |
| <b>Svolder</b>    |                    | 36                                       | Diverse faktorer som påverkar bolagets framtidsutsikter presenteras.  | Bolaget presenterar till en början deras förhågor inför kommande år med en svart bakgrundsbild. Därefter presenterar bolaget faktorer som gör att de ser ljus på framtiden med en gul sol i bakgrunden. |
|                   | Kommunikation      | 37                                       | Totalavkastning presenteras i tabell med sju tidsperioder och med graf som täcker fem år. Grafen sätts i relation till flera olika index.   | Totalavkastningen presenteras med en graf över en trettioårsperiod. Denna period är den som bäst konkurrerar med företagets huvudsakliga jämförelse-index.  |
|                   |                    | 38                                       | Presenterar i princip alla bolagen i deras portfölj för att sedan ge tre bolag en mer ingående kommentar.                                   | Presentation av de fem företagen som bidragit med högst värde till Svolder samt det bolaget som bidragit till högst netagativt värde.   |
|                   |                    | 39                                       | Resultatnedgång beror på omklassificering.  | Omklassificering avser kundklubben i Norge samt förklaring varför.  |
|                   |                    | 40                                       | Bolaget är inte nöjd med resultatet på den polska marknaden.  | Det är inget fel på den polska marknaden, det är bolaget som presterar dåligt.  |
|                   | Information        | 41                                       | Bolaget märker av den lågkonjunktur som finns i Finland.  | Ingen avsikt att minska antalet butiker på den finska marknaden utan bolaget ser en möjlighet att ta marknadsandelar.   |
|                   |                    | 42                                       | Den nya vd:n anser att KappAhl är rätt bolag för honom och att han ser fram emot uppdraget.   | Den nya vd:n presenterar hur han vill driva KappAhl framåt.   |
| <b>KappAhl</b>    |                    | 43                                       | Kundundersökningar har gjorts vilka har givit användbar information.  | Många vet vem KappAhl är men KappAhl har för dåligt varumärke.  |
|                   |                    | 44                                       | Ett stort arbete kring varumärket har genomförts under året och en ny varumärkesplattform kommer rullas ut under kommande år.               | Arbetet med denna varumärkesplattform har varit gediget och kommer ge bolaget en bättre grund att stå på.   |
|                   | Kommunikation      | 45                                       | Resultat- och balansräkning presenteras.  | Balansräkningen presenteras och den anses vara i gott skick. Skuldsättningsgraden är oerhört tillfredsställande.  |
|                   |                    | 46                                       | Den nya vd:n ser framemot att få bidra till bolagets utveckling och resultat.   | Bolaget är en oslipad diamant som har fantastisk framtid framför sig. Om fem år kommer vi klappa oss själva på axeln.   |

## Bilaga 2: Uträkning av genomsnittlig årlig tillväxt

| Företag    | Genomsnittlig årlig tillväxt     | 2011  | 2012  | 2013  | 2014   | 2015   | Enhet |
|------------|----------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| KappAhl    | -2%                              | 4974  | 4587  | 4751  | 4743   | 4588   | MSEK  |
| Svolder    | 80%                              | 10,9  | 35,4  | 288,9 | 315,7  | 205,9  | MSEK  |
| Kentima    | -6%                              | 39082 | 45064 | 37908 | 32935  | 29173  | KSEK  |
| Taurus     | N/a                              |       |       |       |        |        |       |
| Hexatronic | 70%                              | 44680 | 39266 | 70958 | 497295 | 627338 | KSEK  |
| Formel     | ((Slutvärde/Startvärde)^(1/5)-1) |       |       |       |        |        |       |

Källor: KappAhl (2015), Svolder (2012;2013;2014;2015), Kentima (2012;2013;2014;2015) och Hexatronic (2015).



## Bilaga 3: Analystabell

| Företag | Stad i<br>livsryckeln | Typ av<br>observation   | Observations-<br>nummer   | Uppkommen<br>vid fråga | Årsredovisningen och till årsstämman tillhörande information  | Årsstämma   | Förändring av<br>beslutsunderlag   | Betendelseffekt     |                     |
|---------|-----------------------|---|---|------------------------|---|---|--|---------------------|---------------------|
| Taurus  | Entreprenör           | Information   | 1   |                        | Liten marknadsandel innebär betydande omsättning.   | Det räcker med ett kontrakt för att företaget ska stå på egna ben. Definitionen av ett sådant kontrakt omfattning ges.  | Positiv  | Säkerhetseffekten   |                     |
|         |                       |   | 2   |                        | Resprodukter från framsällandet av etanol är vanligt förekommande som ingredienser i djurfoder.   | Resprodukterna som används till djurfoder är väldigt energirika och det är inte ovanligt att försäljningen av resprodukterna är lika lönsam som försäljningen av etanol.  | Positiv  | Säkerhetseffekten   |                     |
|         |                       |   | 3   |                        | Jätsstammen möjliggör användningen av förnybara råvaror.  | Jätsstammen möjliggör användningen av förnybara råvaror så som energigräs och energiskog.   | Neutral  | N/A                 |                     |
|         |                       |   | 4   |                        | Läkvidtetsbrist till följd av att förväntade intäkter understiger förväntade kostnader  | Likvida medel räcker till Mars och nyemissionen är tänkt att räckta två år.   | Neutral  | N/A                 |                     |
|         |                       |   | 5   | F                      |   | Storlek på det beviljade bidraget från EU samt information om årspecifika bidrag och nedlagda kostnader   | Bidraget täcker 70% av de kostnader företaget lägger ner. Resterande 30% ser företaget som utvecklingskostnader som ändå skulle lagts ner. | Negativ             | Reflektionseffekten |
|         |                       |   | 6   | F                      |   | Presentation av de ledande befättningshavarnas aktiemehav i bolaget.  | Ledande befättningshavare ger ett antal skäl till anledningen att de inte har något eller inte har mer aktier i bolaget.                   | Negativ             | Reflektionseffekten |
| Kentima | Entreprenör           | Information   | 7   |                        | Ett avtal med Lallemand BDS har ingåtts   | Bolaget får ta del av Lallemand BDS patenterade sätt att leverera jäst på. Samarbetsavtalet är kanske den största nyheten under året. Lallemand BDS beskrivs som en bjässe i branschen och helt rätt samarbetspartner. Företaget är världskänt som utbildare och innovatör. | Positiv  | Säkerhetseffekten   |                     |
|         |                       |   | 8   |                        | Samarbetsavtal har slutits med Lallemand BDS vilket kombinerat med ett marknadsgodkännande gör Taurus produkt redo att levereras i volymer. | Samarbetsavtalet är kanske den största nyheten under året. Lallemand BDS beskrivs som en bjässe i branschen och helt rätt samarbetspartner. Företaget är världskänt som utbildare och innovatör.  | Positiv  | Säkerhetseffekten   |                     |
|         |                       |   | 9   |                        | Bolagets produkt Xyloform har fått amerikanskt marknadsgodkännande  | Grensningen av Xyloform har en tidfrist och att den får ett godkännande när denna tidfrist löper ut.  | Negativ  | Reflektionseffekten |                     |
|         |                       |   | 10  | Kommunikation          | De största aktieägarna presenteras.   | Styrelseordförande menar att de verkliga hitar en aktieägare som tror på dem då personen i fråga under årets gång blivit den största enskilda aktieägaren.  | Positiv  | Säkerhetseffekten   |                     |
|         |                       |   | 11  | F                      | Det finns stor potential att komma in på den amerikanska marknaden eftersom produkten innebär effektiviseringar och kostnadsbesparingar.    | Producenter måste investera för att utnyttja de effektiviseringar och kostnadsbesparingar bolagets produkt medför. Producenter kan vara rädda att investera i en oprövad produkt. Politiska makter kan också motverka utvecklingen.   | Negativ  | Reflektionseffekten |                     |
|         |                       |   | 12  |                        | Licensavtal har ej ingåtts  | Den tidigare bristen på produktions- och distributionsmöjligheterna ges som anledning till att licensavtal inte slutits ännu, men som nu genom Lallemand BDS är åtgärdat.   | Positiv  | Säkerhetseffekten   |                     |
|         |                       |   | 13  | F                      | Presentation av de finansiella målen.   | Diskussion om de finansiella målen har förekommit och de kan eventuellt komma att revideras.  | Negativ  | Reflektionseffekten |                     |
|         |                       |   | 14  |                        | Sammansättning av de ledande befättningshavarnas aktiemehav presenteras.  | Bolagets vd har efter bokslutet köpt på sig mer aktier.   | Positiv  | Säkerhetseffekten   |                     |
|         |                       |   | 15  |                        | Bolagets tre områden inom automation presenteras.   | Fokus har legat på fastighetsautomation eftersom där ser betydande tillväxtpotentialer.   | Positiv  | Säkerhetseffekten   |                     |
|         |                       |   | 16  |                        | Under året har exportsatsningen pausats då den inte var tillfredsställande.   | Exportsatsningen har pausats eftersom finansmarknaden inte trodde på denna satsning och inte för att produkten inte var konkurrenskraftig.  | Positiv  | Säkerhetseffekten   |                     |
|         |                       |   | 17  | Information            | Minskad omsättning pga minskad försäljning till en stor kund.   | Minskad omsättning pga mindre försäljning till Sandvik.   | Neutral  | N/A                 |                     |
|         |                       |   | 18  |                        | Bolaget har ett kostnadsbesparingsprogram vars effekter syns i resultatet.  | Kostnadsbesparingsprogrammets effekter presenteras.   | Neutral  | N/A                 |                     |
| 19      |                       | Bolaget har för avsikt att rekrytera ny sälj- och supportpersonal.  | Presentation av hur många som avses anställas och att det för närvarande har för få säljare.  | Neutral                | N/A   |   |  |                     |                     |
| 20      |                       | Presentation av de aktiverade kostnaderna som gjorts för immateriella tillgångar.   | Förutom de aktiverade kostnaderna har 75-80 miljoner kronor kostnadsförts.  | Positiv                | Säkerhetseffekten   |   |  |                     |                     |
| 21      |                       | Arbetet med befintliga kunder på utländska marknader kommer inte att avslutas.  | Bolaget kommer att arbeta vidare med de befintliga kunderna som finns i de sju andra länderna än i Sverige.                             | Neutral                | N/A   |   |  |                     |                     |
| 22      |                       | Aktiekursens utveckling presenteras i en graf.  | Aktiekursen talar sitt tydliga språk.   | Neutral                | N/A   |   |  |                     |                     |
| 23      |                       | Bolaget bedriver försäljning via olika kanaler.   | Försäljning via olika kanaler har gett bolaget en positiv effekt.   | Positiv                | Säkerhetseffekten   |   |  |                     |                     |
| 24      | Kommunikation         | Presentation av bolagets partnerprogram som har växt.   | Ökningen av antalet deltagare i partnerprogrammet kan ge en indikation om hur försäljningsutvecklingen ser ut framöver.                 | Positiv                | Säkerhetseffekten   |   |  |                     |                     |
| 25      |                       | Kundfordringar och leverantörsskulders utveckling presenteras för det gångna kvartalet.   | Den här förändringen gör att det ser bättre ut för framtiden.   | Positiv                | Säkerhetseffekten   |   |  |                     |                     |
| 26      |                       | Förlusten för det andra kvartalet kommer vara mindre än förlusten för samma period föregående år, men större än för det första kvartalet. | Förlusten har för varje kvartal minskat de senaste åren. Kvartal ett visar på en knapp förlust vilket gör det tydligt vart vi är påväg. | Positiv                | Säkerhetseffekten   |   |  |                     |                     |

| Företag           | Stadie i<br>fröskick          | Typ av<br>observation | Observations-<br>nummer | Uppkommen<br>vid fråga | Årsredovisningen  | Årsstämma  | Förändring i<br>bestämdel | Betendeeffekt       |
|-------------------|-------------------------------|-----------------------|-------------------------|------------------------|---|--|---------------------------|---------------------|
|                   |                               |                       | 27                      | F                      | Resultatnedgången kan utläsas bero på ökade bland annat kostnader.  | Personalkostnaderna har ökat och anledning till detta är att bolaget nu har en ny sälj- och kundserviceavdelning för Hudfisksallsværskheten.   | Neutral                   | N/A                 |
|                   |                               | Information           | 28                      | F                      | Bolaget har för avsikt att noteras på Stockholmsbörsen  | Ambitionen att noteras på Stockholmsbörsen motiveras med att det ger aktien högre likviditet, lockar andra investerare och förenklar finansieringsmöjligheterna.   | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
|                   |                               |                       | 29                      |                        | Investeringar i materiella tillgångar har under årets gång uppgått till tio miljoner  | Investeringar är i nivå med budgeterat belopp och är den nivå som är tänkt framöver.   | Neutral                   | N/A                 |
| <b>Hexatronic</b> | Formalisering<br>och kontroll |                       | 30                      | F                      | En stämningssökning är gjord emot bolaget gällande patentintrång.   | Företaget känner sig konfunderat med den stämningen som finns emot bolaget.  | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
|                   |                               | Kommunikation         | 31                      | F                      | Teckningsoptionsprogram föreslås för nyckelpersoner i företaget   | Aktieägarna framför sina farhågor ang programmet till vd och styrelse. Styrelseordförande besvarar aktieägarnas synpunkter.  | Negativ                   | Reflektionseffekten |
|                   |                               |                       | 32                      | F                      | Bolaget ska kontinuerligt växa via förvärv av andra bolag.  | Anser inte det finns någon risk med att växa för snabbt eftersom de nya företagen i regel är sedan tidigare väl fungerande och drivs entreprenörlikt.  | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
|                   |                               |                       | 33                      | F                      | En omvandling av A-aktier har gjorts under verksamhetsåret till B-aktier.   | Investmentbolaget Öresund har gjort omvandlingen. Skäl till en sådan omvandling kan bero på högre likviditet i B-aktier.   | Neutral                   | N/A                 |
|                   |                               | Information           | 34                      | F                      | Optioner och derivat får användas av företaget men att möjligheten begränsas av att marknaden för mindre bolag inte är tillräckligt likvid. | Derivat skulle vara möjliga att använda om orimligt mycket medel finns i kassan eller marknadsutsikterna är väldigt negativa.  | Neutral                   | N/A                 |
|                   |                               |                       | 35                      | F                      | En klausul om tvångslikvidation kan åberopas om mer än en tredjedel av företrädda röster på stämman röstar för det.                         | Klausulen om tvångslikvidation är till för att skydda de mindre aktieägarna. utelämnandet av en sådan klausul har stora ägare historiskt dragit vinning av.  | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
| <b>Swolder</b>    | Strukturbe-<br>betning        |                       | 36                      |                        | Diverse faktorer som påverkar bolagets framtidsutseende presenteras.  | Bolaget presenterar till en början deras förhållning inför kommande år med en svart bakgrundsbild. Därefter presenterar bolaget faktorer som gör att de ser ljus på framtiden med en gul sol i bakgrunden. | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
|                   |                               | Kommunikation         | 37                      |                        | Totalavkastning presenteras i tabell med sju tidsperioder och med graf som täcker fem år. Grafen sätts i relation till flera olika index.   | Totalavkastningen presenteras med en graf över en tidsperiod. Denna period är den som bäst konkurrerar med företagets huvudsakliga jämförelse-index.   | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
|                   |                               |                       | 38                      |                        | Presenterar i princip alla bolagen i deras portfölj för att sedan ge tre bolag en mer ingående kommentar.                                   | Presentation av de fem företagen som bidragit med högst värde till Swolder samt det bolaget som bidragit till högst negativt värde.  | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
|                   |                               |                       | 39                      |                        | Resultatnedgång beror på omklassificering.  | Omklassificering avser kundklubben i Norge samt förklaring varför.   | Neutral                   | N/A                 |
|                   |                               |                       | 40                      |                        | Bolaget är inte nöjd med resultatet på den polska marknaden.  | Det är inget fel på den polska marknaden, det är bolaget som presterar dåligt.   | Negativ                   | Reflektionseffekten |
|                   |                               | Information           | 41                      |                        | Bolaget märker av den lågkonjunktur som finns i Finland.  | Ingen avsikt att minska antalet butiker på den finska marknaden utan bolaget ser en möjlighet att ta marknadsandelar.  | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
|                   |                               |                       | 42                      |                        | Den nya vd:n ånser att KappAhl är rätt bolag för honom och att han ser fram emot uppdraget.   | Den nya vd:n presenterar hur han vill driva KappAhl framåt.  | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
| <b>KappAhl</b>    | Nedgång                       |                       | 43                      |                        | Kundundersökningar har gjorts vilka har givit användbar information.  | Många vet vem KappAhl är men KappAhl har för dåligt varumärke.   | Negativ                   | Reflektionseffekten |
|                   |                               |                       | 44                      | F                      | Ett stort arbete kring varumärket har genomförts under året och en ny varumärkesplattform kommer rullas ut under kommande år.               | Arbete med denna varumärkesplattform har varit gediget och kommer ge bolaget en bättre grund att stå på.   | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
|                   |                               | Kommunikation         | 45                      |                        | Resultat- och balansräkning presenteras.  | Balansräkningen presenteras och den anses vara i gott skick. Skuldsättningsgraden är oerhörd tillfredsställande.   | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |
|                   |                               |                       | 46                      |                        | Den nya vd:n ser framemot att få bidra till bolagets utveckling och resultat.   | Bolaget är en oslipad diamant som har fantastisk framtid framför sig. Om fem år kommer vi klappa oss själva på axeln.  | Positiv                   | Säkerhetseffekten   |