



Företagsekonomiska institutionen  
STOCKHOLMS UNIVERSITET

Kandidatuppsats 10 poäng  
HT 2006

## **Fler regler, bättre bolagsstyrning?**

*Om skärpta regler på bolagsstyrningens område*

Författare: Josefin Lindstrand  
Carl Lindstrand

Handledare: Bengt Kjellén

## Sammanfattning

I Sverige har de så kallade *corporate governance*-frågorna eller, med svensk terminologi, bolagsstyrningsfrågorna stått högt på dagordningen under en längre tid. Som reaktion på så kallade företagsskandaler har skärpta regler införts för bolagsstyrning, i USA genom den så kallade Sarbanes-Oxley Act och i Sverige genom "Svensk kod för bolagsstyrning". I arbetet ställs frågan vilket, eller vilka, intressentperspektiv och vilka modeller som står bakom de skärpta reglerna på bolagsstyrningsområdet samt huruvida skärpta regler leder till bättre bolagsstyrning enligt relevanta teorier och de berörda intressenterna själva. Härutöver behandlas frågan huruvida det har någon betydelse vem eller vilka som utformar reglerna.

Med utgångspunkt ifrån en kvalitativ ansats har ett antal intervjuer genomförts med respondenter som valts ut på basis av olika intressentperspektiv, närmare bestämt institutionella ägare, styrelseledamöter, interna funktionärer och externa konsulter. Tolkning och reflektion har utförts med stöd av en teoretisk referensram bestående av teorier (och kritik av teorier) omkring intressentperspektiven *shareholders* och *stakeholders*, agentteori, institutionell teori samt teori omkring resursberoende.

Det har kunnat konstateras att agentteorin har haft ett påtagligt inflytande på utformningen av aktuella regelverk på bolagsstyrningens område samt att reglerna i första hand syftar till att tillgodose aktieägarnas intressen. Det sistnämnda är en av utgångspunkterna för agentteorin och även om författarna till arbetet är beredda att acceptera denna utgångspunkt finner de att det finns anledning att förhålla sig kritisk till agentteorins övriga grundvalar. En viktig distinktion som har kunnat identifieras vad beträffar regler på bolagsstyrningens område är den mellan å ena sidan regler som rör intern kontroll och å andra sidan regler som rör bolagsstyrning. Författarna finner att det finns anledning att formulera regler för bolagsstyrning men är mer skeptiska till regler som syftar till att standardisera företagens interna kontroll- och rapporteringsrutiner.

En vidare slutsats av arbetet är att självreglering sannolikt är att föredra framför lagstiftningslösningar vad gäller regler på bolagsstyrningens område. Dock har författarna kunnat identifiera en risk för att den självregleringsmodell som förespråkas i Europa inte kommer att kunna upprätthållas då företag kan vara nödgade att implementera strängare regler enligt en anglosaxisk lagstiftningsmodell på grund av legitimitetsskäl.

**Förkortningar**

|       |   |
|-------|---|
| ABL   | Aktiebolagslagen                          |
| FAR   | Föreningen Auktoriserade Revisorer        |
| NGM   | Nordic Growth Market                      |
| Koden | Svensk kod för bolagsstyrning             |
| PCAOB | Public Company Accounting Oversight Board |
| SEC   | U.S. Securities and Exchange Commission   |
| SEK   | Svenska kronor                            |
| SOU   | Statens offentliga utredningar            |
| SOX   | U.S. Sarbanes–Oxley Act of 2002           |
| USD   | United States Dollars                     |
| ÅRL   | Årsredovisningslagen                      |

## Innehåll

|  |    |
|--|----|
| Sammanfattning .....   | i  |
| Förkortningar.....   | ii |
| 1. Inledning.....  | 1  |
| 1.1 Bakgrund .....   | 1  |
| 1.2 Problemdiskussion .....  | 2  |
| 1.3 Problemformulering .....   | 5  |
| 1.4 Syfte .....  | 5  |
| 2. Metod .....   | 6  |
| 2.1 Vetenskapsteoretisk grundsyn och forskningsansats .....                                    | 6  |
| 2.2 Primärdata - intervjuer .....  | 7  |
| 2.3 Primärdata - introspektion.....  | 9  |
| 3. Organisationers förhållanden till intressenter och institutioner .....                      | 9  |
| 3.1 Olika intressentperspektiv .....   | 9  |
| 3.2 Styrelse och företagsledning som sysslomän .....   | 12 |
| 3.3 Organisationers reaktioner på tryck från omgivningen.....                                  | 20 |
| 3.4 Sammanfattning av arbetets teoretiska referensram.....                                     | 24 |
| 4. Översiktlig genomgång av aktuella regelverk på bolagsstyrningens område .....               | 25 |
| 4.1 Inledning.....   | 25 |
| 4.2 SOX.....   | 25 |
| 4.3 Koderna .....  | 28 |
| 5. Intervjuer .....  | 31 |
| 5.1 Allmänt om respondenterna .....  | 31 |
| 5.2 Regler på bolagsstyrningens område – syften och behov .....                                | 32 |
| 5.3 Centrala intressen för och omkring skärpta regler .....                                    | 38 |
| 5.4 Viljan att efterleva skärpta regler i praktiken – vad motiverar efterlevnad?.....          | 39 |
| 5.5 Varifrån skall regler på bolagsstyrningens område komma? .....                             | 41 |
| 6. Reflektioner .....  | 42 |
| 6.1 Regler på bolagsstyrningens område – bakomliggande modeller och intressentperspektiv ..... | 42 |
| 6.2 Regler på bolagsstyrningens område – syften och behov .....                                | 44 |
| 6.3 Vad får företaget att följa regler och vem bör formulera dem?.....                         | 48 |
| 7. Slutsatser .....  | 50 |
| 8. Källförteckning.....  | 51 |
| 8.1 Litteratur.....  | 51 |
| 8.2 Offentligt tryck, rapporter, m m .....   | 53 |
| 8.3 Internet .....   | 53 |
| 8.4 Intervjuer .....   | 54 |

## 1. Inledning

### 1.1 Bakgrund

I Sverige har de så kallade *corporate governance*-frågorna eller, med svensk terminologi, bolagsstyrningsfrågorna stått högt på dagordningen under en längre tid. Den aktuella svenska debatten har således bland annat föregåtts av 1980-talets ägarutredning och den successiva översyn och modernisering av aktiebolagslagen som pågått sedan 1990. Bolagsstyrning kan definieras som strävan efter att ”bolagen styrs på ett sätt som gör att de uppfyller ägarnas krav på avkastning på det investerade kapitalet och därmed bidrar till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt”.<sup>1</sup>

I bakgrunden till ämnets nuvarande aktualitet lurar så kallade ”företagsskandaler” (såsom exempelvis Enron, WorldCom och, i Sverige, Skandia), en företeelse som har varit tämligen uppmärksammas i media. Skärpta regleringar har i synnerhet riktats mot marknadsnoterade företag, inte minst i USA genom den så kallade Sarbanes Oxley Act (SOX). I Sverige har debatten omkring företagsskandalerna bland annat resulterat i ”Svensk kod för bolagsstyrning” (Koden) och inom EU har diskussioner om införandet av regleringar motsvarande SOX förts. Det handlar om skärpta krav på inre kontroll, styrelsens sammansättning, styrning och framtagning och kvalitetssäkring av finansiell information. Med synsättet följer ökade krav framför allt på ökad transparens samt säkerställande av ägarnas krav på avkastning. Sedan 1980-talet har principer om ”ägarstyrning” och ”*shareholder value*” utgjort utgångspunkter för bolagsstyrning.<sup>2</sup> Frågan om implementering och efterlevnad av relevanta regelverk, sammanfattat med den engelska termen *compliance*, har blivit viktig för företagen.

En följd av de medialt uppmärksammade företagsskandalerna är att förtroendet för noterade börsföretag upplevs ha sjunkit hos investerare. Detta, parat med den allmänna känslan att någonting gått allvarligt fel i den amerikanska företagsvärlden ledde bland annat till att SOX tillskapades.<sup>3</sup> SOX detaljreglerar rapporteringsrutiner, intern styrning och kontroll och ålägger vidare ett tungt straffansvar inte bara för företagets verkställande direktör (CEO) utan

---

<sup>1</sup> SOU 2004:46, s 7. Beträffande ”ägarutredningen”, se SOU 1988:38. Aktiebolagskommittén tillsattes 1990, vilket resulterade i slutbetänkandet i SOU 2001:1 och prop 2004/05:85 som lett till den nya aktiebolagslag (SFS 2005:551) som trädde ikraft 2006-07-01.

<sup>2</sup> Lazonick & O’Sullivan.

<sup>3</sup> Marden, R, Edwards, R, ”The Sarbanes-Oxley Ax”, *CPA Journal*, April 2005

även företagets finanschef (CFO). De initiala kostnaderna för att leva upp till SOX mest betungande bestämmelse, Section 404 (som ställer höga krav på marknadsnoterade företags rutiner för dokumentering och verifiering av finansiella rapporter), har i USA uppskattats till 30 miljoner USD.<sup>4</sup> I sammanhanget bör framhållas att SOX inte bara är tillämplig för amerikanska företag eller företag som direkt är noterade på amerikansk marknadsplats, utan det räcker att ett företag anses vara emittent enligt amerikansk värdepapperslagstiftning.<sup>5</sup>

Koden, som till skillnad från SOX utgår ifrån självregleringsprincipen, bygger på motsvarande övergripande föreställningar – d v s att det finns anledning att förbättra svensk bolagsstyrning samt att det finns ett behov av att ”främja förtroendet i det svenska samhället för näringslivets sätt att fungera”.<sup>6</sup>

## 1.2 Problemdiskussion

Ett antal olika intressen kan tänkas ligga bakom de skärpta reglerna på bolagsstyrningens område. Härvid är det inledningsvis värt att notera att två olika övergripande intressentperspektiv har identifierats i debatten omkring bolagsstyrning. Det ena perspektivet utgår således ifrån ägarna (*shareholders*), medan det andra tar hänsyn till företagets samtliga intressenter (*stakeholders*), d v s inte bara ägare utan även företagets anställda, dess kreditgivare, leverantörer, konsumenter, samhället i övrigt, osv.<sup>7</sup>

Ett inte allt för orimligt antagande är att principerna om maximering av aktieägarnas vinst, det vill säga anammandet av ett renodlat ägarperspektiv, torde vara särskilt omhuldade av finansiella aktörer. I sammanhanget kan noteras att det finns en uppfattning att dessa så tenderar att ”rösta med fötterna” genom exit, d v s genom avyttring av innehav i företag som inte uppfyller deras avkastningskrav, snarare än att engagera sig i verksamhetsstyrningen.<sup>8</sup> Ett annat, inte helt orimligt antagande, är att just finansiella aktörer och att deras utgångspunkt sammanhänger intimt med kraven på skärpta regleringar. Den distans och bristande inlevelse beträffande ett företags verksamhet som ofta torde höra samman med främst institutionellt ägande kan tänkas utgöra ett motiv för formella regler rörande

<sup>4</sup> Stone, A, ”SOX: Not So Bad After All?”, *Business Week Online*, 2005-08-01

<sup>5</sup> SOX, Section 2(7). Beträffande begreppet ”emittent”, se Securities Exchange Act of 1934, Securities Act of 1933.

<sup>6</sup> SOU 2004:46, s 8.

<sup>7</sup> Se Lazonick & O’Sullivan för en (kritisk) redogörelse för tankarna bakom fokuseringen på aktieägarna (*shareholders*) och deras intresse av vinstmaximering och Deetz, s 43 ff för ett exempel på en modell som utgår ifrån företagets samtliga intressenter (*stakeholders*).

<sup>8</sup> Se Hedlund, et al, s 50 – 83 angående ägarnas ”voice- och exitbeteende”.

bolagsstyrning.<sup>9</sup> Därmed inte sagt att det kan uteslutas att den marknad som den enskilde institutionella ägaren agerar på inte kan förutsätta ett annat synsätt och agerande.

Andra viktiga intressenter i sammanhanget torde vara styrelser och företagsledningar, kreditgivare, anställda, konsulter (framför allt revisorer och jurister) och "allmänheten". Alla dessa kan tänkas ha sina egna intressen i förhållande till skärpta regleringar. Styrelser har enligt gällande aktiebolagsrättsliga regler det yttersta ansvaret för verksamheten inför aktieägarna och riskerar därför att nödgas avgå om "oegentligheter" uppstår. Skärpta regler kan ur denna kategoris synvinkel tänkas vara viktig "kosmetika". Om ett intresse finns att faktiskt följa reglerna är sedan en annan fråga. Företagsledningar har liknande intressen eftersom de ansvarar för verksamheten gentemot styrelsen, men har delvis andra utgångspunkter då de befinner sig närmare (och direkt ansvarar för) den operativa verksamheten.

Kreditgivare har ett intresse av (och en skyldighet) att övervaka de företag man lånat ut till. De har i viss mån likartade intressen som institutionella ägare, d v s avkastning på det kapital man ställt till företagets förfogande, låt vara att intressena är mer långsiktiga i förhållande till främmande kapital än för eget kapital som investerats i företaget genom institutionella aktörer. I likhet med institutionella ägare är det således vidare viktigt för kreditgivare att inte låna ut pengar till företag med negativ medieuppmärksamhet eftersom detta påverkar förtroendet för den egna verksamheten.

Företagets anställda har rimligen ett omedelbart behov av att få ha kvar sina anställningar och torde även vilja känna stolthet över de organisationer i vilka de ingår. Förvisso torde därmed företagets anställda i allmänhet inte vara oberörda av skärpta regler på bolagsstyrningens område. En kategori av särskilt intresse i sammanhanget är emellertid de interna funktionärer vars uppgift är att implementera och övervaka skärpta regleringar.

Konsulter kan förväntas vara intresserade av skärpta regleringar av den enkla anledningen att det medför fler och mer komplexa uppdrag och därmed bättre förutsättningar för lönsamhet i deras egna verksamheter.

---

<sup>9</sup> Brodin, et al, s 29.

Vad just ”allmänheten” är och vilka intressen som företräds av allmänheten är en tämligen komplex fråga.<sup>10</sup> Tänkbart vore att begreppet omfattar allt från den enskilde individen till staten. Ur det marknadsnoterade företags synvinkel torde det dock vara naturligt att se på allmänheten som dels dess nuvarande aktieägare, dels dess potentiella aktieägare. Antagandet att det är detta som avses då man talar om allmänhetens förtroende för aktiemarknaden är tämligen rimligt, åtminstone när det är de marknadsnoterade företag som omfattas av de skärpta reglerna som uttalar sig.

Centrala faktorer för att bygga ett förtroende för näringslivet och aktiemarknaden kan tänkas vara en ledning som agerar ”moraliskt” och omdömesfullt, stabilitet och långsiktighet, företagets ”etik och moral”, öppenhet mot omvärlden, etc. Dessa frågor är förvisso inte heller helt okomplicerade eftersom begreppen ”etik” och ”moral” kan sägas vara tämligen relativa och föränderliga med hänsyn till rådande paradig, kultur och miljö. Om man vänder sig till förarbetena till Koden får man dock inledningsvis svaret om att de skärpta reglerna handlar om att ”bolagen styrs på ett sätt som gör att de uppfyller ägarnas krav på avkastning på det investerade kapitalet och därmed bidrar till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt”.<sup>11</sup> Härvid synes man vara av uppfattningen att främjandet av aktieägarnas intressen per automatik leder till ett främjande av det allmännas intresse. Vad som antagits ovan rörande ”allmänheten” stämmer väl överens med detta.

Problemområdet omfattar ett antal frågor av en juridisk (och i vissa delar även redovisningsteknisk) dimension som det vore frestande för författarna till detta arbete att fördjupa sig i, eftersom de båda är yrkesverksamma jurister. Denna dimension handlar dock enligt vår uppfattning främst om frågan *hur* regler för bolagsstyrning konkret bör utformas, medan den dimension som närmast är organisations- eller managementteoretisk, och som detta arbete avser att belysa, handlar om frågan *om* eller *varför* man överhuvudtaget vill ha skärpta regler. Därmed väcks en del frågor som av en svensk jurist skulle kunna betecknas som rättspolitiska eller rättsfilosofiska, vilka vi inte kommer att vara lika snabba att rygga tillbaka ifrån. Man kan slutligen även ställa sig frågan om *vem* som skall ställa upp mer ingående regler för bolagsstyrning, närmast om regler om bolagsstyrning bör komma ”uppifrån” från lagstiftaren (såsom exemplifieras av SOX) eller om tillkomsten istället bör präglas av självreglering och samråd mellan de närmast berörda aktörerna (såsom

<sup>10</sup> Jämför härvid Ahrne & Papakostas diskussion omkring begreppet ”samhälle”, s 35 – 38.

<sup>11</sup> Citatet är från SOU 2004:46, s 7.



exemplifieras av Koden). Vi avser även hantera den sistnämnda frågan inom ramen för vår undersökning.

Annorlunda uttryckt är den övergripande fråga som arbetet avser att belysa huruvida skärpta regler är lösningen för att skapa en bättre bolagsstyrning. Detta med beaktande av de intressen som ligger bakom reglerna och de teorier som vi bedömt vara relevanta för ämnet. Arbetet avser även att kasta ljus över frågan om vem som är bäst lämpad för att ställa upp mer detaljerade regler för bolagsstyrning. Det är så att säga inte givet att en organisation mår bra av alltför mycket formella regler och det är inte heller, förutsatt att man accepterar att skärpta regler är bra, självklart att skärpta regler skall komma från lagstiftaren.

### 1.3 Problemformulering

Vilket, eller vilka, intressentperspektiv och vilka modeller står bakom de skärpta reglerna på bolagsstyrningsområdet och leder skärpta regler till bättre bolagsstyrning enligt relevanta teorier och de berörda intressenterna själva? Har det någon betydelse vem eller vilka som utformar reglerna?

### 1.4 Syfte

Syftet med arbetet är att utreda frågan varför skärpta regler som SOX och Koden har tillkommit och på vilket sätt regelverken förväntas leda till bättre bolagsstyrning. Vidare syftar arbetet till att beforska frågan om vem eller vilka instanser som bör ställa upp skärpta regler för bolagsstyrning, närmast om det är staten eller näringslivet (exempelvis i form av självreglering eller noteringsavtal) som bör stå för regler på bolagsstyrningens område. Utredningen sker med hjälp av angivna teorier och kvalitativa intervjuer med representanter för olika intressentgrupper.

## 2. Metod

### 2.1 Vetenskapsteoretisk grundsyn och forskningsansats

Vår vetenskapsteoretiska grundsyn är kvalitativ, d v s vi är av uppfattningen att kunskap om den objektiva världen med nödvändighet passerar våra ”tolkande filter”. Med Kants terminologi måste man skilja på ”tinget i sig” och ”hur tinget ter sig för oss”. Vi delar annorlunda uttryckt uppfattningen att data och fakta är ”konstruktioner eller tolkningar”.<sup>12</sup>

Vi ansluter oss närmare bestämt till vad Alvesson och Sköldberg kallar för ”reflekterande empirisk forskning”. Begreppet innebär att frågor rörande språkliga, sociala, politiska och teoretiska aspekter ges central betydelse i den kunskapsutvecklingsprocess inom vilken empiriskt material sammanställs och tolkas. Synsättet präglas vidare av en skeptisk hållning till företeelser som ytligt ”framstår som oproblematiska avspeglingar av hur verkligheten fungerar”.<sup>13</sup> Ett konkret exempel på en sådan föreställning som det enligt vår mening är viktigt att förhålla sig kritiskt till utgörs av motiven bakom Koden:

Initiativet till att ta fram koden bygger på den gemensamma uppfattningen inom Förtroendekommissionen och Kodgruppen att det finns ett utrymme för att förbättra svensk bolagsstyrning och att en brett förankrad kod, som ger en samlad bild av god svensk praxis på området, kan bidra till att åstadkomma detta.<sup>14</sup>

Även om reflekterande empirisk forskning således präglas av viss skepticism är det likväl centralt att bevara synsättet att studiet av relevanta stickprov av verkligheten kan bidra till en förståelse av densamma. Understrykas bör dock att det handlar just om ”förståelse”, snarare än om att etablera ”sanningar”. Reflekterande forskning kännetecknas av två grundläggande beståndsdelar, *tolkning* och *reflektion*. Med ”tolkning” skall förstås att såväl betydelsefulla som icke- betydelsefulla referenser till empirin utgör tolkningsresultat. Annorlunda uttryckt förkastas principiellt tanken att mätningar och observationer skulle stå i en ”entydig relation” till någonting som står att finna utanför det empiriska materialet (jämför ”tinget i sig”). Tolkningen hamnar därmed i centrum för forskningsgärningen vilket erfordrar stor medvetenhet om teoretiska antaganden och om språkets och förförståelsens betydelse.

---

<sup>12</sup> Alvesson & Sköldberg, s 7.

<sup>13</sup> Ibid, s 12.

<sup>14</sup> SOU 2004:46, s 8.

Med ”reflektion” avses en process varigenom blickfånget riktas mot ”forskarens person, hennes forskarsamhälle, samhälle som helhet, intellektuella och kulturella traditioner samt språkets och berättandets (framställningsformens) centrala betydelser i forskningssammanhang”. Empirisk forskning kan uppnå ett kvalitativt värde genom systematisk reflektion på flera olika plan. Genom reflektionen kan tolkandet således uppnå kvalitet och därmed bidra till ett sådant värde. Enkelt uttryckt handlar reflektion om ”tolkning av tolkning” eller om man så vill ”kritisk självprövning av egna tolkningar”. Reflektionen möjliggör att olika dimensioner uppmärksammas bakom och i tolkningsarbetet.<sup>15</sup>

Den förklarings- och förståelsemodell vi främst använder oss av kan närmast kategoriseras som *abduktion*. Abduktionen kan beskrivas som en kombination av induktion och deduktion och går i korthet ut på att man genom tolkning av ett enskilt fall söker efter hypotetiskt övergripande mönster som (förutsatt att det är riktigt) förklarar fallet. Härefter bör tolkningen bestyrkas genom nya fall – d v s genom ytterligare observationer.<sup>16</sup>

Att vi har en kvalitativ grundsyn innebär för ordningens skull inte att vi är främmande för insamling och tolkning av *kvantitativa data* när detta kan bedömas vara värdefullt för ämnet eller argumentationen. För det aktuella arbetet kommer vi dock mer eller mindre uteslutande att använda oss av kvalitativa data mot bakgrund av vår utgångspunkt att det är viktigt att försöka erhålla en förståelse för hur olika intressenter och aktörer uppfattar och ser på skärpta regler på bolagsstyrningens område, vilket vi anser sker bäst genom kvalitativa intervjuer med lämpliga personer ur de centrala intressentkategorier vi har identifierat.

## 2.2 Primärdata - intervjuer

För att belysa det ämne som studeras inom ramen för detta arbete har vi utfört ett antal personliga intervjuer. Vi har härvid valt att använda oss av en kvalitativ studie. Härmed skall förstås att intervjuerna syftar till att få en insikt i hur respondenterna ser på aktuella skärpta regler på bolagsstyrningens område, d v s vilken inställning respondenterna har till skärpta regler samt deras funktion och sammanhang. Detta har självfallet påverkat intervjumetoden. Centralt för vår ansats har varit att, som Trost uttrycker saken, försöka

---

<sup>15</sup> Alvesson & Sköldberg, s 12.

<sup>16</sup> Ibid, s 42.

...se verkligheten som den vi intervjuar ser den för att sedan tolka vad det kan innebära sett ur det givna teoretiska perspektivet och den givna situationen.<sup>17</sup>

Vi har vidare haft ambitionen att intervjuerna skall vara narrativa, d v s att respondenterna i möjligaste mån får berätta med egna ord.<sup>18</sup> Således har syftet varit att få respondenterna att i så stor utsträckning som möjligt tala fritt utifrån egna associationer. Vi har likväl försökt att upprätthålla en viss struktur genom att ha ett antal bestämda frågeteman som vi ansträngt oss för att beröra vid intervjuerna. Dessa frågeteman framgår av den intervjuguide vi sammanställt och använt oss av enligt **Bilaga 2.2**.

Respondenterna har valts utifrån vår uppfattning om olika centrala intressegrupper. Härvid har vi begränsat oss till följande grupper: institutionella ägare, styrelseledamöter, externa konsulter och slutligen interna funktionärer med ansvar för implementering och efterlevnad av regler på bolagsstyrningens område. Med hänsyn till ämnets delvis känsliga natur har vi låtit respondenterna få vara anonyma. Detta beror dels på att ett flertal av respondenterna framfört önskemål härom, dels på att vi ansett det vara viktigt att respondenterna har kunnat känna sig fria att rikta kritik mot olika aktörer, innefattande aktörer inom den egna intressentsfären.

Av nedanstående figur framgår övergripande information om respondenterna. En närmare beskrivning av respektive respondents bakgrund och nuvarande ställning ges i avsnitt 5.1.

| <b>Intressentgrupp</b> | <b>Respondent (position/titel)</b>   | <b>Benämning i arbetet</b> |
|------------------------|--|----------------------------|
| Institutionella ägare  | Kapitalförvaltare med ansvar för större svensk aktieportfölj   | ”Förvaltaren”              |
| Interna funktionärer   | Koncerncontroller vid större svenskt företag noterat på Den Nordiska Börsens Large cap-lista.                | ”Koncerncontrollern”       |
| Interna funktionärer   | Ansvarig för compliance och riskbedömning vid större svensk affärsbank                                       | ”Compliancechefen”         |
| Styrelseledamöter      | Styrelseordförande i ett tillväxtföretag noterat på Nordic Growth Market                                     | ”Styrelseordföranden”      |
| Externa konsulter      | Auktoriserad revisor, delägare i större svensk revisionsfirma med uppdrag i ett antal marknadsnoterade bolag | ”Revisorn”                 |

<sup>17</sup> Trost, s 15.

<sup>18</sup> Ibid, s 27.

### 2.3 Primärdata - introspektion

Vårt arbete kommer även till viss begränsad del att innefatta introspektion, d v s reflektioner utifrån författarnas egna erfarenheter av de företeelser som studeras.<sup>19</sup> Mot den bakgrunden kan det vara på sin plats med en kortare redogörelse för författarnas egna erfarenheter av bolagsstyrning och regler häromkring.

*Josefin Lindstrand* är för närvarande verksam som chef med ansvar för compliance och juridik vid en större amerikanskägd bank med filial i Sverige. Hon ingår i ledningsgruppen för den svenska filialen. Hon har tidigare varit verksam som juridisk rådgivare vid en större svensk affärsbanks koncernjuridikstab, inom ramen för vilken tjänst hon bland annat haft anledning att sätta sig in i såväl SOX som Koden och dessa båda regelverks implikationer för den organisation hon då verkade i.

*Carl Lindstrand* är advokat med särskild inriktning mot företagstransaktioner och verksamhetsstyrning. Han är för närvarande verksam som delägare i en mindre advokatbyrå med företagsförvärv och företagsrelaterade transaktioner som specialitet. Under omkring tio år har han arbetat med kvalificerade aktiebolagsrättsliga frågor, bolagsstyrningsfrågor och större företagsförvärv. Han har även erfarenhet av styrelsearbete och är för närvarande bland annat styrelseordförande i ett nordiskt distributionsbolag avseende datorprodukter med en omsättning i storleksordningen MSEK 40 för verksamhetsåret 2006.

## 3. **Organisationers förhållanden till intressenter och institutioner**

### 3.1 Olika intressentperspektiv

Organisationer har ett flertal olika intressenter. Dessa kan bestå av individer, grupper eller andra organisationer som har ett intresse av organisationens aktiviteter och utfall. Den klassiska intressenten är aktieägaren men det finns ett antal andra intressenter såsom kreditgivare, anställda, kunder, leverantörer, medlemmarna av det lokala samhället där

---

<sup>19</sup> Beträffande introspektionsbegreppet, se Frostling-Henningsson, M, "Introspektion", *Kunskapande metoder inom samhällsvetenskapen*, Gustavsson, B (red), Studentlitteratur 2004, s 167 – 188.

företaget verkar, etc. Företagsledare ställs därför inför problemet att olika intressenter ställer olika krav på organisationen och en central fråga blir hur dessa skall hanteras.<sup>20</sup>

Under 1980- och 1990-talet förekom termen *shareholder value* flitigt i managementlitteratur. Konceptet *maximizing shareholder value* går ut på att ett företag som drivs i vinstsyfte skall ha som mål att maximera aktieägarnas förmögenhet. Vad detta innebär mer konkret är inte alltid klart, men troligen avses närmast marknadsvärdet på företagets aktier.<sup>21</sup> Begreppet har beskrivits som ett uppbrott från tidigare rådande princip om *retain and reinvest*, d v s den tendens som större amerikanska företag hade fram till 1980-talet att behålla och reinvestera vinster i tillgångar och anställda. Sådana större företag utsattes för innovativ konkurrens under 1970-talet, bland annat av japanska företag, varför ett rationaliseringsbehov uppstod. I kölvattnet av detta utvecklades synsättet att måttstocken på ett företags framgång var avkastningen på dess aktier. För de teoretiker som anslöt sig till detta synsätt blev maximering av aktieägarnas förmögenhet något av en trossats.<sup>22</sup>

Synsättet bygger på antagandet att marknader skall lämnas ifred för att fungera på ett klassiskt mikroteoretiskt optimalt sätt samt att det uteslutande är statens uppgift att – genom i demokratisk ordning fattade beslut – allokera företagens pengar till annat än företagen själva (och därmed till andra än aktieägarna). Friedman, som varit en mycket stark förespråkare för perspektivet, uttrycker saken som följer:

...there is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud.<sup>23</sup>

Synsättet att företagens (och aktieägarnas) vinst skall maximeras har inte varit fredat från kritik. Anthony och Govindarajan menar således att ”maximering” antyder existensen av en objektiv optimal vinstnivå för varje företag. Detta skulle förutsätta att företagsledningen identifierar varje tänkbart alternativ och dess effekter på företagets lönsamhet. Vidare förutsätts att efterfrågan och marginalkostnader går att förutspå och kalkylera korrekt. Eftersom detta knappast är fallet framhåller Anthony och Govindarajan att en lämpligare

---

<sup>20</sup> Hatch, s 121 – 122.

<sup>21</sup> Anthony & Govindarajan, s 53.

<sup>22</sup> Lazonick & O’Sullivan, s 14 – 16.

<sup>23</sup> Friedman.

utgångspunkt är att företaget skall ha som mål att erhålla tillfredställande vinster (*satisfactory profits*).<sup>24</sup>

Synsättet att företagets centrala uppgift är att vinstmaximera till gagn för dess aktieägare är dock även kritiserat utifrån perspektivet att företagets övriga intressenter bör beaktas. Med utgångspunkt ifrån mikroteorin kan således framhållas att företag deltar i tre marknader: kapitalmarknaden, produktmarknaden och faktormarknaden. På kapitalmarknaden söker företaget nytt kapital, varför aktieägarna självfallet är en viktig intressentkrets. På produktmarknaden säljer företaget sina varor och tjänster varför även kunder är nyckelintressenter i företaget. Vidare konkurrerar företaget om resurser som arbetskraft och råmaterial på faktormarknaden. Detta gör att även anställda, leverantörer och de samhällen där resurserna finns är viktiga intressenter. Med detta synsätt kan göras gällande att ett företag har ett ansvar gentemot ett flertal intressenter (*multiple stakeholders*) och således inte bara gentemot aktieägarna.<sup>25</sup> Deetz går dock längre och menar att beskrivningen av företag och marknader i ekonomiska termer innebär att man inte känns vid förhållandet att marknader ofta leder till att individer och grupper saknar möjlighet att göra sig hörda.<sup>26</sup>

Inflytande över ett företag kan enligt ett synsätt utövas antingen genom att lämna företaget som anställd, att avyttra ett aktieinnehav eller att sluta köpa dess produkter. Man talar i detta sammanhang om att göra en *exit*. En annan möjlighet är att man uttrycker sitt missnöje till företagsledningen eller annan instans som organisationen lyder under, eller genom generella protester. Detta alternativ har sammanfattats i den engelska termen *voice*. Ett tredje begrepp av intresse i sammanhanget är lojalitet, *loyalty*, som enkelt uttryckt minskar benägenheten för intressenter att använda sig av exitalternativet.<sup>27</sup>

Deetz menar med andra ord att marknader leder till att vissa intressentgrupper endast är hänvisade till lojalitet eller exit och att de således saknar *voice*. Härutöver menar Deetz att internalisering av verksamheter och marknader samt krav på högre konkurrenskraft och kostnadsmedvetenhet leder till ett än svagare inflytande för flertalet intressentgrupper. Istället bör man enligt Deetz ta utgångspunkten att ett företag har ett antal olika ”ägare” utöver aktieägarna. Med detta perspektiv kommer ett antal av de grupper som med rådande synsätt

<sup>24</sup> Anthony & Govindarajan, s 53.

<sup>25</sup> Anthony & Govindarajan, s 54.

<sup>26</sup> Deetz, s 45.

<sup>27</sup> Hedlund, et al, s56.

ses som externa intressenter att betraktas som interna delar av systemet. Resultatet av en sådan modell (*multiple stakeholder model*) blir att företaget och företagsledningen måste se till och balansera samtliga intressenters intressen.<sup>28</sup>

### 3.2 Styrelse och företagsledning som sysslomän

Ett företags ledning och styrelse beskrivs ofta som sysslomän, vilket leder till den naturliga frågan vem eller vilken grupp som utgör huvudman. En vattendelare blir härvid den ståndpunkt som intas i den ovanstående debatten om huruvida företaget skall tjäna flera intressenters syften eller endast aktieägarnas. Således emanerar den så kallade agentteorin (*agency theory*) från ett tämligen renodlat aktieägarperspektiv.<sup>29</sup>

Agentteorin utgår således ifrån förhållandet att kapitalmarknaderna har skapat ägare som inte befattar sig med företagets dagliga drift och förvaltning vilken istället överlåtits till professionella företagsledare. Med detta synsätt utgör företagsledarna agenter (*agents*) för aktieägarna som utgör principaler (*principals*) i förhållande till företagsledarna.<sup>30</sup> Teorin kan dock generaliseras och exempelvis även appliceras på förhållandet mellan chefer på lägre nivåer i organisationen och deras underordnade.<sup>31</sup>

Utmaningen för principalen är att motivera agenterna att vara lika produktiva som om de själva vore ägare till företaget. Ett av nyckelelementen i agentteorin är att principalen och agenten inte har överensstämmande preferenser eller mål.<sup>32</sup> Man kan till och med gå så långt som att tala om en naturlig jävskonflikt mellan den professionella företagsledaren och de frånvarande ägarna.<sup>33</sup>

Agentteorin utgår vidare ifrån antagandet att varje individ agerar själviskt utifrån sina egna intressen. Agenten förmodas inte bara få tillfredställelse genom den kompensation de erhåller för det arbete de utför för principalens räkning, utan även genom att smita undan från arbete (*shirking*). Ett centralt problem för principalen blir därmed att hantera risken att agenten agerar utifrån sina egna intressen snarare än principalens. Agentteorin fokuserar därför på

---

<sup>28</sup> Deetz, s 45 – 49.

<sup>29</sup> Se exempelvis Friedman, s 154.

<sup>30</sup> Messier et al, s 6 – 7.

<sup>31</sup> Hatch, s 335.

<sup>32</sup> Anthony & Govindarajan, s 582.

<sup>33</sup> Messier et al, s 7.



frågan om hur man kan styra agentens själviska beteende för att säkra att principalens intressen tillgodoses.<sup>34</sup> Vidare framhåller teorin att relationen mellan principaler och agenter leder till informationsassymetri (*information asymmetry*) innebärande att exempelvis en företagsledare har tillgång till bättre information om företagets ”verkliga” finansiella ställning än vad ägarna har.<sup>35</sup>

Agentteorin försöker lösa två problem som kan uppstå i förhållandet mellan agenten och principalen. Det ena är det problem som uppstår när målkongruens mellan principalen och agenten inte föreligger och det är svårt eller dyrt att verifiera agentens handlande. Det andra avser det problem som uppstår när principalen och agenten har olika riskbenägenhet eftersom de kan föredra olika handlingsätt beroende på de preferenser de har med avseende på riskaversion. Den centrala idén är att förhållandet mellan principalen och agenten bör bygga på en effektiv organisering av information och kostnader för risker.

Enheten för analysen av förhållandet mellan principalen och agenten är det kontrakt som skall gälla dem emellan, varvid agentteorin strävar efter att finna det mest effektiva kontraktet givet ett antal postulat om människors beteende (exempelvis egenintresse, rationalitet och riskaversion), organisationer (exempelvis förekomsten av målkonflikter mellan organisationens medlemmar) och information (exempelvis att information är en vara som kan köpas).<sup>36</sup> Kontraktproblematiken kretsar omkring moral hazard-problemet och fördelning av risk.<sup>37</sup> Den fråga som ställs är enkelt uttryckt om det är lämpligare att använda sig av ett beteendebaserat kontrakt (*behaviour-oriented contract*), exempelvis baserat på löner eller hierarkisk styrning, eller av ett resultatbaserat kontrakt (*outcome-oriented contract*), exempelvis baserat på provision eller optionsprogram.<sup>38</sup>

Eisenhardt urskiljer två huvudlinjer inom agentteorin: ”positivistisk agenteori” (*Positivist Agency Theory*) och ”principal-agentforskning” (*Principal-Agent Research*). Den förstnämnda varianten fokuserar i princip uteslutande på förhållandet mellan å ena sidan aktieägare som principaler och å andra sidan styrelser och företagsledare som agenter, med avseende på större noterade företag. Principal-agentforskning är en mer generell och övergripande teori beträffande olika principal-agentförhållanden, exempelvis mellan

<sup>34</sup> Anthony & Govindarajan, s 582. Hatch, s 334 – 335.

<sup>35</sup> Messier et al, s 7.

<sup>36</sup> Eisenhardt, s 58.

<sup>37</sup> Eisenhardt, s 59, Anthony & Govindarajan, s 582 – 583.

<sup>38</sup> Eisenhardt, s 58 – 59.

arbetsgivare och anställd, advokat och klient, köpare och anställd, etc. Eisenhardt har identifierat tio teser som utmärker agentteorin varvid hon anför empiriska studier som sägs verifiera tesernas riktighet. De två första av dessa teser härrör från positivistisk agentteori och de övriga från principal-agentforskning:

- 1) När kontraktet är resultatbaserat är det mer sannolikt att agenten agerar i enlighet med principalens intressen.
- 2) När principalen har tillräcklig information för att verifiera agentens beteende är det mer sannolikt att agenten agerar i enlighet med principalens intressen.
- 3) Sambandet mellan informationssystem och beteendebaserade kontrakt är positivt, medan det är negativt i förhållande till resultatbaserade kontrakt.
- 4) Sambandet mellan osäkerhet om utfall och beteendebaserade kontrakt är positivt, medan det är negativt i förhållande till resultatbaserade kontrakt.
- 5) Sambandet mellan agentens riskaversion och beteendebaserade kontrakt är positivt, medan det är negativt i förhållande till resultatbaserade kontrakt.
- 6) Sambandet mellan principalens riskaversion och beteendebaserade kontrakt är negativt, medan det är positivt i förhållande till resultatbaserade kontrakt.
- 7) Sambandet mellan en målkonflikt mellan principalen och agenten och beteendebaserade kontrakt är negativt, medan det är positivt i förhållande till resultatbaserade kontrakt.
- 8) Sambandet mellan möjligheten att ”programmera” arbetsuppgifter (*task programmability*) och beteendebaserade kontrakt är positivt, medan det är negativt i förhållande till resultatbaserade kontrakt.
- 9) Sambandet mellan möjligheten att mäta utfall och beteendebaserade kontrakt är negativt, medan det är positivt i förhållande till resultatbaserade kontrakt.
- 10) Sambandet mellan den tidsmässiga längden på principal-agentförhållandet och beteendebaserade kontrakt är positivt, medan det är negativt i förhållande till resultatbaserade kontrakt.

För överskådlighetens skull har vi summerat de ovanstående teserna i nedanstående figurer:

|  | Agentens benägenhet att agera i principalens intresse... |
|--|--|
| Kontraktet mellan principalen och agenten är resultatbaserat     | ...ökar  |
| Principalen har tillgång till information för att bedöma agenten | ...ökar  |

Figur 1: Teser rörande kontrakt mellan principal och agent enligt positivistisk agentteori

| Förekomst av / hög grad av                      | Val av kontrakt |                 |
|---|-----------------|-----------------|
|   | Beteendebaserat | Resultatbaserat |
| Informationssystem                              | Ja              | Nej             |
| Osäkerhet om utfall                             | Ja              | Nej             |
| Riskaversion (agenten)                          | Ja              | Nej             |
| Riskaversion (principalen)                      | Nej             | Ja              |
| Målkonflikter principal-agent                   | Nej             | Ja              |
| Programmerbara arbetsuppgifter                  | Ja              | Nej             |
| Mätbarhet av utfall                             | Nej             | Ja              |
| Tidsmässig längd på principal-agentförhållandet | Ja              | Nej             |

Figur 2: Teser rörande kontrakt mellan principal och agent principal -agentforskning

Med hänsyn till det föreliggande arbetets syfte är det värt att notera att agentteorin fäster särskild vikt vid informationssystem. Således är det intressant av Eisenhardts andra tes att förekomsten av system som kan ge principalen information om vad agenten presterar sannolikt stävjar agentens opportunistiska beteende. Detta eftersom agenten inser att det under sådana förhållanden inte går att lura principalen.<sup>39</sup> I det fall agentens beteende är svårt att observera har principalen således valet att använda sig av övervakning som kontrollmekanism. Ett exempel på sådana övervakningssystem utgörs av företagets årsredovisning med finansiella rapporter rörande företagets ställning och resultat, som skall revideras av tredje part och sedan överlämnas till ägarna.<sup>40</sup> Av agentteoretiker har även företagets styrelse beskrivits som en form av informationssystem som aktieägarna i större företag kan använda sig av för att övervaka opportunisten hos företagsledningen.<sup>41</sup>

<sup>39</sup> Ibid, s 59 – 63, 65 – 70.

<sup>40</sup> Anthony & Govindarajan, s 583.

<sup>41</sup> Eisenhardt, s 59.

Agentteorin är dock inte befriad från kritik. Ghoshal är således kritisk mot dess utgångspunkter och de lärosatser som numera anses vara självklara inom managementteori – exempelvis att man inte kan lita på att företagsledare gör sitt arbete, vilket uteslutande skulle vara att maximera aktieägarnas förmögenhet, och att man för att överkomma ”agentproblem” måste tillse att företagsledarnas intressen riktas åt samma håll som aktieägarnas genom att exempelvis låta en stor del av deras ersättning bestå av optioner.<sup>42</sup>

Ghoshal menar att akademisk forskning inom företagande och företagsledning har haft betydande negativt inflytande på företagsledning i praktiken. Ghoshals grundtes i sammanhanget utgår ifrån hans syn på samhällsvetenskaplig forskning som han menar har en tendens att vara ”självpuffyllande”. Med andra ord påverkas enligt detta synsätt företagsledarnas beteende av de teorier som är förhärskande inom managementteori. En teori som presumerar att människor kan bete sig opportunistiskt och baserar sina slutsatser om ledarskap på detta antagande kommer följaktligen att förstärka opportunistiskt beteende. Om en teori om bolagsstyrning baseras på antagandet att man inte kan lita på företagsledare kan man således förvänta sig att företagsledare även blir mindre pålitliga i praktiken.<sup>43</sup> Dees har även tidigare uttryckt farhågan att sådana antaganden riskerar att bli självpuffyllande. Utöver de svagheter som kan anföras mot modellen av människan som rationell och självcentrerad menar Dees att den för med sig en övergripande fara:

It is the danger that students and policy makers may be so impressed with the deductive logic of the common agency models that they uncritically accept the assumptions as accurate, treating people as scheming opportunists, even when such treatment is unjustified. This can lead to contracting and monitoring strategies that are more costly than they need to be and, more importantly, are offensive to the “agents” involved. The intangible costs of excessive monitoring and control are typically neglected by the models. Policies and practices may become unnecessarily coercive and invasive.<sup>44</sup>

Ghoshal framhåller vidare att dagens managementteorier bygger på förklaringsmodeller som till övervägande del är kausala och funktionella. Eftersom frågor om moral och etik emellertid är mentala fenomen har sådana frågor uteslutits från managementteori och från hur företagsledning har utformats i praktiken. Ghoshal menar att tendensen att göra studiet av företag till en naturvetenskap, och den determinism som detta resulterar i, har lett till ett

---

<sup>42</sup> Ghoshal, s 75.

<sup>43</sup> Ghoshal, s 76 – 77, 85.

<sup>44</sup> Dees, s 38.

förnekande av att moraliska och etiska dimensioner överhuvudtaget kan existera vid utövandet av företagsledning och han namnger Friedman som en av de främsta rösterna för detta synsätt.<sup>45</sup> Ghoshal framhåller vidare att rön från behavioristisk ekonomisk teori antyder att människan inte är den rationella och självcentrerade *Homo Economicus* som den antas vara i huvudströmningarna inom ekonomisk teori. Det finns således empiriska bevis för vad Ghoshal menar påvisas redan av det sunda förnuftet: att människors beteende i många lägen kan avvika från ”det ekonomiskt rationella”. Ett exempel utgörs enligt Ghoshal av resultaten från det så kallade ”ultimatumspelet” (*ultimatum game*) där försökspersonerna oftast föreslår lösningar som synes bygga på en uppfattning om rättvisa istället för att ohämmat försöka skoja sig på andra försökspersoners bekostnad.<sup>46</sup>

Enligt Ghoshal är strävan efter att tillämpa ett strikt naturvetenskapligt synsätt i analysen av samhälleliga fenomen en farlig väg. Idag är det knappast möjligt för företagsledare att ifrågasätta paradigmet att de uteslutande skall arbeta för att maximera aktieägarnas förmögenhet och Ghoshal ställer sig vidare frågan varifrån den enorma säkerheten beträffande detta paradigms riktighet härstammar. Ghoshal framhåller således att aktieägare egentligen inte äger ett företag på samma sätt som de äger sina hem eller bilar. De äger i praktiken endast rätten till nettot av företagets kassaflöden.<sup>47</sup> Deetz föreslår i linje med detta som nämnts ovan att man istället bör utgå ifrån att företaget har flera olika typer av ”ägare” i form av dess olika intressenter (såsom aktieägare, kunder, anställda, etc).<sup>48</sup>

Ghoshal framhåller att man till och med kan ifrågasätta grundsatsen att aktieägarnas förmögenhet skall maximeras eftersom de bär den största risken, eftersom aktieägare har lättare att sälja sina aktier än vad anställda har att finna ett nytt arbete. Om värdet i ett företag skapas genom kombinationen av humankapital (som investeras av anställda, innefattande företagsledningen) och finansiellt kapital (som investeras av aktieägarna) kan man ställa sig frågan varför principerna om utdelning av skapade värden nödvändigtvis skall favorisera endast den senare av dessa två kategorier av ”investerar”.<sup>49</sup>

Det enda svar Ghoshal kan finna är att utgångspunkten att företagets mål är maximering av aktieägarnas förmögenhet är lämplig för att strukturera och lösa prydliga matematiska

---

<sup>45</sup> Ghoshal, s 79.

<sup>46</sup> Ibid, s 83.

<sup>47</sup> Ibid, s 79 – 80.

<sup>48</sup> Deetz, s 48.

<sup>49</sup> Ghoshal, s 80.

modeller. Med detta synsätt utgör sådana matematiska modeller det enda motivet för att ge aktieägaren rollen som ”principal” och företagsledaren som en självcentrerad ”agent” med det uteslutande intresset att använda företagets resurser för sina egna syften. Problemet är att denna modell kräver ytterligare antaganden, exempelvis att marknaden för arbetskraft fungerar perfekt.<sup>50</sup>

Deetz framhåller dock att olika marknadens koordinationsförmåga är tämligen klumpig och att den kontroll över företag som kan utövas genom styrelser och företagsledning är mer flexibel och lönsam än marknadsdrivna beslut. Deetz menar således, i linje med vad Ghoshal framhåller, att det exempelvis är svårt för människor att flytta på sig och att konsumenter kan övertygas att köpa saker som de varken vill ha eller behöver. Fungerande marknader är en sak i läroböcker men i verkligheten ter sig saker och ting annorlunda.<sup>51</sup> Ghoshal menar att om man accepterar att så är fallet finns det ingen grund för att hävda principen om maximering av aktieägarnas förmögenhet.<sup>52</sup>

Ghoshal lyfter härvid fram det motargument som i sammanhanget förts fram av Friedman, nämligen att man inte behöver oroa sig för om en modell återspeglar verkligheten eller ej så länge som de förutsägelser som modellen gör sammanfaller med det verkliga utfallet. Modellerna är med andra ord legitima i kraft av deras förklarande och förutspående kvaliteter, oavsett hur absurda deras premisser må te sig utifrån det sunda förnuftet. Ghoshal framhåller härvid att agentteorin, som alltså ligger till grund för maximen om maximering av aktieägarnas förmögenhet, har tämligen begränsade förklarande och förutspående kvaliteter. De rekommendationer som följer av agentteorin är tämligen raka: Utöka inflytandet av oberoende styrelseledamöter så att de effektivt kan övervaka företagsledningen; dela på rollerna styrelseledamot och verkställande direktör så att den senares inflytande minskar; skapa marknader för bolagsstyrning och kontroll, d v s marknader för fientliga övertaganden (*hostile takeovers*) så att man inom ramen för sådana förfaranden kan göra sig av med slösaktiga företagsledare, och kompensera företagsledare med optioner så att de obevekligt strävar efter att tillgodose aktieägarnas intressen.<sup>53</sup>

---

<sup>50</sup> Ibid.

<sup>51</sup> Deetz, s 45.

<sup>52</sup> Ghoshal, s 80.

<sup>53</sup> Ibid.

Eisenhardt har som nämnts ovan anfört empiriska bevis för de teser hon identifierat som agentteorins kärna.<sup>54</sup> Ghoshal gör i kontrast till detta gällande att empiriska studier visar att inte någon av de ovannämnda rekommendationerna åstadkommer det positiva utfall som agentteorin förutspår. Vid en genomgång av 54 studier av konsekvenserna av styrelsens sammansättning kan man således finna att andelen oberoende styrelseledamöter inte har någon betydande effekt på bolagets resultat. Motsvarande genomgång av 31 studier om uppdelning av formella bolagsorgansroller ger vid handen att det inte har någon betydelse för bolagets prestationsförmåga huruvida samma individ är både styrelseordförande och verkställande direktör eller ej. Ghoshal framhåller vidare att de empiriska studier som finns beträffande marknads kontroll och optioner är synnerligen tvetydiga.<sup>55</sup>

Ghoshal uttrycker sin förvåning över rådande dominans av maximen om att bolagsstyrning skall baseras på principen om maximering av aktieägarnas förmögenhet, trots att den enligt honom bygger på orealistiska antaganden och rekommendationer som saknar grund. Han beskriver teorins dominans som absolut varvid även framhålls att det har påvisats att den, förstärkt av institutionella investerare och deras politiska och akademiska anhängare, har påverkat såväl regleringar som rättspraxis i USA. Ghoshal ställer sig mot den bakgrunden frågan varför man inte i grunden omprövar bolagsstyrningsfrågan och tar fasta på de rön som visar att företag överlever och frodas när de ser till fler intressenters (såsom kunder, anställda, aktieägare, etc) intressen.<sup>56</sup>

Ett förslag till en sådan alternativ modell för bolagsstyrning har som antytts ovan presenterats av Deetz, som alltså menar att styrelse och företagsledning inte bara skall ses som sysslomän för aktieägarna utan även för övriga intressenter i företaget. Enligt Deetz synsätt skall övriga intressenters intressen inte ses som begränsningar av företagets möjligheter att uppnå sina mål, utan intressena skall betraktas som företagets mål i sig.

Uppgiften för styrelse och företagsledning blir härvid att på ett optimalt sätt koordinera samtliga intressenters intressen och fatta beslut som på bästa sätt gynnar samtliga intressenter. Istället för att utgå ifrån principen om vinstmaximering för aktieägarna, utgår Deetz i sin modell ifrån en *satisfiering* av de *rimliga* intressen som olika intressenter har. Således har exempelvis företagets kunder ett intresse av att någon producerar de varor och

---

<sup>54</sup> Eisenhardt, s 65 – 70.

<sup>55</sup> Ghoshal, s 80.

<sup>56</sup> Ibid, s 81.

tjänster som kunderna behöver till ett rimligt pris och till rimlig kvalitet, anställda har ett intresse av rimliga löner, trygga och säkra arbetsförhållanden, inflytande över relevanta beslut, aktieägare har intresse av rimlig avkastning på investeringar och rimlig stabilitet och långsiktighet, och så vidare. Deetz förespråkar således i likhet med Ghoshal ett uppbrott med principen om den nyttomaximerande människan och menar att det är rimligare att utgå ifrån människan som social ekolog (*social ecologist*).<sup>57</sup>

### 3.3 Organisationers reaktioner på tryck från omgivningen

Organisationer påverkas av den omgivning i vilken de befinner sig. Det finns olika teorier och modeller som försöker förklara hur organisationer påverkas av och reagerar gentemot förändringar och tryck från dess omgivning. I så kallad institutionell teori fokuserar man på *institutioner* vilket kan definieras som mänskliga relationer som strukturerar möjligheter genom begränsningar och tillstånd. Institutioner påverkar uppfattningar och preferenser och hjälper till att skapa ordning och förutsebarhet i mänskligt handlande.<sup>58</sup>

Enligt institutionell teori kan omgivningen utöva tryck på en organisation på två olika sätt, dels genom tekniska och ekonomiska krav innebärande att organisationen måste producera och utbjuda sina varor och tjänster på en marknad (eller kvasimarknad), dels genom sociala eller kulturella krav innebärande att organisationen måste spela en viss särskild roll i samhället och etablera och upprätthålla ett visst uppträdande utåt. Organisationer som befinner sig i en miljö vilken domineras av sociala krav belönas om de efterlever de värderingar, normer och föreställningar som finns i det samhälle företaget verkar.<sup>59</sup> Forskning omkring resursberoende (*resource dependence theory*) behandlar även frågor som rör organisationers hantering av tryck från omgivningen, dock ur ett annorlunda perspektiv än institutionell teori eftersom perspektivet här är företagsledningen som blickar utåt.<sup>60</sup>

Inom institutionell teori har framhållits att organisationer tenderar att rätta sig efter krav och normer för att säkra belöningar och undvika bestraffningar.<sup>61</sup> DiMaggio och Powell identifierar tre olika kategorier av yttre tryck som driver vad de kallar isomorfisk förändring (*isomorphic change*), d v s en vilja hos organisationer att anpassa sig till yttre krav och

---

<sup>57</sup> Deetz, s 48, ff.

<sup>58</sup> Schmid, s 1 – 4.

<sup>59</sup> Hatch, s 83.

<sup>60</sup> Ibid, s 86.

<sup>61</sup> Se DiMaggio & Powell samt Meyer & Rowan.



normer. Den första kategorin, ”tvingande isomorfism” (*coercive isomorphism*), avser tvånget att anpassa sig till lagar och regler uppställda av statliga myndigheter. Den andra kategorin, ”härmande processer” (*mimetic processes*), handlar om organisationers reaktion på osäkerhet som kan uppmuntra organisationen att efterlikna andra organisationer. Med ”normativa krav” (*normative pressures*) avser DiMaggio och Powell slutligen de normer som sammanhänger med professionalisering och viljan att anpassa sig till yrkesmässiga normer som exempelvis överförs genom en viss utbildning.<sup>62</sup>

En central insikt från såväl institutionell teori som forskning omkring resursberoende är att företag strävar efter att uppnå legitimitet från dess omgivning. DiMaggio och Powell framhåller således att

Organisations compete not just for resources and customers, but for political power and institutional legitimacy, for social as well as economic fitness.<sup>63</sup>

Pfeffer och Salancik framhåller i linje med detta att eftersom organisationer endast utgör delar av ett större socialt system och är beroende av detta systems stöd för dess fortsatta överlevnad, måste en organisations mål och aktiviteter vara legitima och av värde för det större sociala systemet. Enligt Pfeffer och Salancik är legitimitet (*legitimacy*) ett begrepp som sammanhänger med sociala normer och värderingar. Även om begreppet inte till fullo ligger i linje med begrepp som lag och rätt eller ekonomisk livsduglighet, finns det kopplingar till bägge dessa begrepp. Organisationers handlingar kan vara legitima trots att de inte är påbjudna enligt lag. Det finns till och med exempel på handlingar som kan vara legitima och ekonomiskt motiverade, trots att de inte är i överensstämmelse med gällande lagar. Om ett visst handlande anses vara legitimt av en tillräckligt stor del av befolkningen kommer handlandet troligen att anses vara såväl legitimt som ekonomiskt motiverat trots att det formellt kan vara olagligt.<sup>64</sup> Parentetiskt kan i sammanhanget nämnas att förhållandet mellan formella regler, eller lag om man så vill, och moral är en av de klassiska frågorna som har varit föremål för debatt inom rättsvetenskapen och att det härvid finns exempel på ståndpunkten att lagens syfte är att upprätthålla respekten för den generella moral som råder hos allmänheten (även om denna ståndpunkt på intet sätt är utan sina kritiker).<sup>65</sup>

<sup>62</sup> DiMaggio & Powell, s 150 – 154.

<sup>63</sup> DiMaggio & Powell, s 150.

<sup>64</sup> Pfeffer & Salancik, s 193.

<sup>65</sup> McCoubrey & White, s 4. Se s 49 – 51 för en redogörelse över debatten mellan Hart och Devlin i frågan. Jämför även Dworkins koncept *community morality*, Ibid, s 160 – 162.

Pfeffer och Salancik framhåller att, då organisationer står inför olika motstridiga yttre krav, kan anpassning till vissa krav utgöra en allvarlig begränsning av organisationens möjlighet att anpassa sig till andra framtida krav. Organisationen ställs därvid inför valet att antingen välja vilka krav man skall anpassa sig till eller att försöka undvika konflikter mellan olika krav.<sup>66</sup> Oliver har formulerat en modell inom ramen för institutionell teori för att beskriva de olika former av strategisk respons som organisationer kan använda sig av vid institutionella processer, d v s krav från organisationens omgivning. De fem strategier som enligt Oliver står organisationerna till buds utgörs av acceptans (*acquiesce*), kompromiss (*compromise*), undvikande (*avoid*), trots (*defy*) och manipulation (*manipulate*). För varje strategi har Oliver identifierat tre olika taktiker, d v s tre olika uttryck som varje strategisk reaktion mot yttre krav kan ta sig.<sup>67</sup>

Vid *acceptans* kan således organisationen forma vanan att följa osynliga ”tagga-för-givet-normer” (*habit*), den kan medvetet eller omedvetet söka efterlikna institutionella modeller som formats av andra framgångsrika organisationer eller genom råd från konsulter i enlighet med DiMaggio och Powells ”härmande processer” (*imitation*) eller den kan medvetet efterleva och underkasta sig kraven (*compliance*).<sup>68</sup> Pfeffer och Salancik framhåller att sådan efterlevnad inte alltid ligger i linje med organisationens långsiktiga intressen, trots den omedelbara vikt av att upprätthålla en relation för utbyte med omvärlden som kan föreligga och anför i sammanhanget följande definition: ”Compliance is a loss of discretion, a constraint, and an admission of limited autonomy”. Med andra ord kan okritisk efterlevnad medföra negativa konsekvenser för organisationen. En sådan är att efterlevnad sannolikt kommer att leda till ytterligare krav på organisationen.<sup>69</sup>

Oliver menar att organisationer, för det fall *kompromiss* utövas som strategi vid yttre krav, kan försöka att balansera de förväntningar som finns hos olika intressenter (*balance*), att blidka de institutionella intressen som ställer krav (*pacify*) eller att förhandla och köpslå med sådana intressen (*bargaining*). Samtliga dessa tre taktiker används i likhet med acceptansstrategin för att efterleva de krav som ställs, det handlar dock i kompromissfallet om att endast delvis efterleva dem. Vid kompromisstrategin förespråkas och främjas, i kontrast till acceptansfallet, organisationens egna intressen. Det är av intresse att notera att

---

<sup>66</sup> Pfeffer & Salancik, 96.

<sup>67</sup> Oliver, s 151 – 152.

<sup>68</sup> Ibid, s 152 – 153.

<sup>69</sup> Pfeffer & Salancik, s 94 – 95, 110.

balanstaktiken specifikt handlar om ett försök att uppnå balans mellan organisationens olika intressenter (*multiple stakeholders*) och organisationens egna interna intressen.

Kompromisser kan vara en särskilt lämplig lösning då externa förväntningar står i konflikt mot organisationens intressen (exempelvis aktieägarnas krav på ökad effektivitet mot samhällets krav på att företagets resurser skall användas för sociala ändamål).<sup>70</sup> Istället för att alltid främja en grupp intressenter framför en annan menar Pfeffer och Salancik att organisationen kan välja att se till den ena gruppens intressen vid en tidpunkt för att beakta en annan gruppens intressen vid en senare tidpunkt då dessa intressen har blivit mer trängande för organisationen.<sup>71</sup>

I *undvikandefallet* menar Oliver att organisationen kan välja att dölja sin vägran att efterleva yttre tryck bakom en ”fasad av acceptans” (*conceal*), att försöka minimera utomståendes granskning av organisationen genom att delvis avskilja dess aktiviteter från kontakt med yttre element (*buffer*), eller att försöka fly ifrån de yttre trycken genom mer dramatiska åtgärder såsom att ändra organisationens mål, aktiviteter och verksamhetsområden (*escape*).<sup>72</sup> Pfeffer och Salancik menar att organisationen kan utnyttja möjligheten att dölja de eftergifter som görs för olika intressen för att reducera tänkbara krav från olika intressentgrupper. Det handlar således om att begränsa tillgången till information för yttre intressenter.<sup>73</sup>

*Trotsstrategin* är enligt Oliver mer aktiv än de tidigare nämnda strategierna. Härvid kan organisationen välja att avfärda eller bortse ifrån institutionella regler och krav (*dismiss*), att öppet utmana institutionella krav (*challenge*), eller att mer intensivt attackera och ta avstånd från sådana krav (*attack*). Vid fall då organisationen upplever att sanktionerna för att bortse ifrån regler och riskerna att bli upptäckt är mycket låga samt organisationen inte är beroende av samhällets samtycke ökar enligt Oliver organisationens tendens att använda sig av den taktiska möjligheten att avfärda eller bortse ifrån institutionella regler.<sup>74</sup> I sammanhanget är värt att notera att Pfeffer och Salancik antecknar att verkställandet av sanktioner vad gäller legala begränsningar är selektivt. Således anför de att det finns empiriska indikationer på att den amerikanska Federal Trade Commission för det mesta har tenderat att åtala mindre företag och att angripa mindre allvarliga förseelser som är enklare att bevisa.<sup>75</sup>

---

<sup>70</sup> Oliver, s 153 – 154.

<sup>71</sup> Pfeffer & Salancik, s 96.

<sup>72</sup> Oliver, s 154 – 156.

<sup>73</sup> Pfeffer & Salancik, s 96.

<sup>74</sup> Oliver, s 156 – 157.

<sup>75</sup> Pfeffer & Salancik, s 102.

Oliver ser strategierna acceptans, kompromiss, undvikande och trots som ökande grader av aktivt motstånd mot institutionella krav och förväntningar. *Manipulation* utgör det mest aktiva handlandet gentemot sådana krav och förväntningar eftersom organisationen härvid avser att aktivt förändra eller utöva makt över innehållet i själva förväntningarna eller de instanser varifrån förväntningarna härrör. Manipulation kan taktiskt definieras som ett uppsåtligt och opportunistiskt försök att ta över (*co-opt*), utöva inflytande på (*influence*) eller att kontrollera (*control*) institutionella krav.<sup>76</sup>

Pfeffer och Salancik noterar avslutningsvis att statliga regleringar av organisationer medför att betydelsen av organisationens politiska och administrativa omgivning ökar på bekostnad av organisationens ekonomiska omgivning. En reglering kan betraktas på två sätt: dels kan den ses som ett skydd för allmänheten eller som ett medel för att tillgodose samhällliga intressen, dels kan det ses som ett skydd för en viss bransch eller marknad. Med det sistnämnda synsättet kan regleringar ses som något positivt av befintliga aktörer på en marknad eftersom de krav som regleringarna ställer kan utgöra hinder för nya aktörer att ta sig in på marknaden. Regleringar kan härvid betraktas som en vara: mer regleringar ”köps” när ”priset” för regleringar är lägre och ”efterfrågan” är högre.<sup>77</sup>

### 3.4 Sammanfattning av arbetets teoretiska referensram

Det finns två huvudsakliga intressentperspektiv som förespråkats i debatten omkring bolagsstyrningens utgångspunkter och syften. Å ena sidan finns synsättet att det är aktieägarnas intressen som skall tillgodoses och syftet med bolagsstyrningen är att maximera aktieägarnas förmögenhet. Med engelsk terminologi talar man här om *shareholders* och *maximizing shareholder value*. Å andra sidan finner man synsättet att företaget är till för samtliga dess intressenter och att bolagsstyrning bör handla om att tillgodose och avväga dessa intressenters legitima intressen. Med engelsk terminologi talas här om *stakeholders*.

Synsättet att styrelsen och företagsledningen utgör sysslomän i förhållande till aktieägarna har givit upphov till den så kallade agentteorin. Utöver aktieägarperspektivet utgår agentteorin ifrån att varje individ agerar själviskt utifrån sina egna intressen och att det därför föreligger bristande målkongruens mellan principalens och agentens intressen. En annan

---

<sup>76</sup> Oliver, s 157 – 159.

<sup>77</sup> Pfeffer & Salancik, s 203 – 204.

viktig hörnsten i teorin är förekomsten av informationsasymmetri varmed förstås förhållandet att företagsledningen har tillgång till bättre information om företagets verksamhet och finansiella ställning än vad ägarna har. Agentteorins syfte är att försöka råda bot på de problem som dessa antaganden leder till, vilket enligt teorin skall ske genom en avvägning i kontraktet mellan principalen och agenten av beteendebaserade och resultatbaserade element. Det finns dock kritiska röster mot agentteorins utgångspunkter, varvid särskilt framhållits att postulatet om att varje individ alltid agerar själviskt utifrån sina egna intressen kan vederläggas empiriskt.

Inom såväl institutionell teori som inom forskning omkring organisationers resursberoende har undersökts hur organisationer reagerar på förändringar och tryck från omgivningen. Påverkan kan bestå i tvingande krafter såsom lagstiftning, av normativa krafter, såsom professionella normer, eller av mimetiska krafter, det vill säga viljan att efterlikna andra organisationer. Ett antal olika strategier står organisationerna till buds för att hantera sådan påverkan utifrån och en organisation kan således svara med acceptans, kompromiss, undvikande, trots eller manipulation i förhållandet till det externa trycket. Avslutningsvis skall framhållas vikten för en organisation att upprätthålla legitimitet i den miljö i vilken den verkar.

## **4. Översiktlig genomgång av aktuella regelverk på bolagsstyrningens område**

### **4.1 Inledning**

Av pedagogiska skäl har vi funnit att det är lämpligt att läsaren tillgodogör sig en viss kännedom av de skärpta regler för bolagsstyrning som i första hand påverkar svenska företag, d v s SOX och Koden. I det följande görs därför en genomgång av de övergripande dragen i de två regelverken.

### **4.2 SOX**

SOX utgör genom de utförliga och omfattande tillämpningsföreskrifter som utfärdas av den amerikanska finansinspektionen, U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), ett detaljerat regelverk som syftar till att

...enhance corporate responsibility, enhance financial disclosures and combat corporate and accounting fraud.<sup>78</sup>

Huruvida ett bolag omfattas av SOX beror på om bolaget enligt amerikansk värdepapperslagstiftning definieras som emittent (*issuers*).<sup>79</sup> Förenklat innebär detta att såväl amerikanska som icke-amerikanska bolag som erbjuder värdepapper för spridning till en bredare krets i USA, således innefattande ett antal större svenska företag, träffas av lagens bestämmelser.<sup>80</sup>

De huvudsakliga områdena i SOX är bestämmelser avseende krav på redovisning och information till aktiemarknaden, revisorers oberoende och intern kontroll. Många av bestämmelserna fokuserar på bolagets verkställande direktör och finanschef. Två av de viktigaste bestämmelserna rör den finansiella rapporteringen. Enligt lagen skall två särskilda intyg utfärdas av funktionärer för bolaget i samband med delårsrapporter och årsredovisningar.

Det första intyget som krävs enligt SOX utgör del av bolagets årsredovisning och kvartalsrapport och skall undertecknas av såväl den verkställande direktören som bolagets finanschef. Dessa skall bland annat intyga att de har granskat redovisningen och att denna så vitt de känner till inte innehåller några oriktiga uttalanden eller underlåter att uppge väsentliga förhållanden som är nödvändiga för att redovisningen inte skall vara vilseledande. Härutöver skall intygas att redovisningshandlingarna och annan finansiell information i rapporten, så vitt verkställande direktören och finanschefen känner till, i alla väsentliga avseenden ger en rättvisande bild av bolagets finansiella ställning och resultat för den period som redovisningen avser.<sup>81</sup>

I det andra intyget som skall bifogas varje årsredovisning och kvartalsrapport skall verkställande direktören och finanschefen intyga att redovisningen till fullo uppfyller de krav som uppställs enligt amerikansk värdepappersrätt och att den information som återfinns i redovisningen i alla väsentliga avseenden ger en rättvisande bild av bolagets finansiella ställning och resultat.<sup>82</sup>

---

<sup>78</sup> [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>79</sup> Securities Exchange Act of 1934 och Securities Act of 1933.

<sup>80</sup> SOX, Section 2.

<sup>81</sup> SOX, Section 302.

<sup>82</sup> SOX, Section 906.

Bolaget är enligt SOX skyldigt att offentliggöra väsentliga förändringar av dess finansiella ställning eller verksamhet. Sådana förändringar skall skyndsamt och på löpande basis tillhandahållas allmänheten.<sup>83</sup> SOX kräver vidare att samtliga transaktioner som inte framgår av balansräkningen skall redovisas.<sup>84</sup> Den mest resurskrävande regeln i SOX är dock Section 404 som stipulerar att varje årsredovisning skall innehålla en särskild internkontrollrapport. Enligt regeln och dess tillämpningsföreskrifter ställs mycket höga krav på internkontrollen, vars effektivitet dessutom måste testas, utvärderas och intygas av verkställande direktören och finanschefen.<sup>85</sup>

Genom SOX tillskapades en särskild ny myndighet, Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), vars syfte är utöva tillsyn över revisorsyrket.<sup>86</sup>

SOX omfattar skärpta påföljder av såväl straff- som civilrättslig karaktär. Dessa innefattar dryga penningböter (upp till MUSD 5) såväl för enskilda funktionärer som bolaget och mycket stränga fängelsestraff. Enligt flera straffskalor kan brott mot bestämmelserna leda till fängelse i upp till 20 år.<sup>87</sup>

Från den tidpunkt då SOX trädde ikraft under mitten av 2002 har regelverket kritiserats av näringslivet för att vara ett överdrivet hastverk. Kritiken ökade i styrka i och med ikraftträdandet av den betungande Section 404 mot slutet av 2004.<sup>88</sup>

Likväl saknas inte positiva röster. I en artikel i Harvard Business Review från april 2006 hävdas således att regelverket medför ett antal positiva effekter genom att det tillskapar och stärker förekomsten av en miljö för bolagsstyrning, förbättrar företagens dokumentation, standardiserar processer, etc. Det är dock värt att notera att författarna till artikeln är verksamma som konsulter i bolagsstyrningsfrågor vid revisions- och konsultfirman Deloitte & Touche, vilket måhända kan ge visst perspektiv på deras positiva inställning till skärpta regelverk.<sup>89</sup> Mer intressant är kanske att notera att det finns undersökningar som antyder att en andel, 44 %, av tillfrågade finanschefer trots allt är positivt inställda till regelverket då

---

<sup>83</sup> SOX, Section 409.

<sup>84</sup> SOX, Section 401.

<sup>85</sup> SOX, Section 404, Section 302.

<sup>86</sup> [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

<sup>87</sup> SOX, Section 906.

<sup>88</sup> Stone, A, "SOX: Not So Bad After All?", *Business Week Online*, 2005-08-01.

<sup>89</sup> Dittmar, S, Wagner, L, "The Unexpected Benefits of Sarbanes-Oxley", *Harvard Business Review*, April 2006.

angivit att SOX innebär en ”nettovinst för investerare”, samtidigt som en nästan lika stor andel, 43 %, menar att lagen medför en ”nettoförlust”.<sup>90</sup>

En kritik som riktats mot lagstiftningen är att man fokuserat på fel saker för att komma tillrätta med det problem man ytterst vill adressera, d v s så kallade företagskandaler. Kärnan i kritiken går ut på tesen att det grundläggande problemet utgörs av företagsledare som agerar omoraliskt och styrelser som inte tar sitt ansvar genom att underlåta att sätta sig in i verksamheten. Ett talande exempel utgörs av Enronskandalen där styrelsen bestod av mycket erfarna och akademiskt meriterade ledamöter, vilka dock samtliga gjorde gällande att de inte känt till vad som försiggick i företaget. Detta är en inställning som är ägnad att förvåna med hänsyn till storleken på de arvoden de uppbar. Med ett synsätt kommer man inte åt sådana tendenser att antingen ägna sig åt oetiskt eller till och med kriminellt handlande – eller att underlåta att övervaka och beivra sådant beteende – genom lagstiftning. Istället skulle lösningen bestå i att försäkra sig om att rätt sorts styrelseledamöter och företagsledare rekryteras – d v s individer som är beredda att ta moraliskt ansvar.<sup>91</sup> Oavsett vilken syn man har på regelverket i sig synes det finnas ett erkännande av att skärpta regelverk måste kombineras med ett allmänt medvetandegörande vad beträffar etik och ledarskap i företagen.<sup>92</sup>

### 4.3 Koden

Ett stort antal länder i den industrialiserade världen har idag koder för bolagsstyrning. Koden ansluter till den europeiska tradition som växt fram sedan början av 1990-talet. Utformningen av Koden har påverkats av initiativ som kommit från EU och OECD men den bygger dock i grunden på den svenska aktiebolagslagen och svenska traditioner för bolagsstyrning. Koden är ett resultat av ett samarbete mellan det privata näringslivet och den statligt tillsatta Förtroendekommissionen.<sup>93</sup>

Kodens övergripande uttalade syfte är att bidra till förbättrad styrning av svenska bolag samt att hos utländska investerare och andra aktörer på den internationella kapitalmarknaden höja kunskapen om och förtroendet för svensk bolagsstyrning och därigenom främja tillgång till

<sup>90</sup> Stone, A, ”SOX: Not So Bad After All?”, *Business Week Online*, 2005-08-01.

<sup>91</sup> Zandstra, G, ”Enron, board governance and moral failings”, *Corporate Governance*, 2002, Vol. 2, No. 2, s 16 – 19.

<sup>92</sup> Koestenbaum, P, et al, ”Integrating Sarbanes-Oxley, Leadership and Ethics”, *The CPA Journal*, April 2005.

<sup>93</sup> SOU 2004:130, bilaga 3, s 51, [www.bolagsstyrningskollegiet.se](http://www.bolagsstyrningskollegiet.se).



utländskt riskkapital på goda villkor. Koden riktar sig främst till aktiemarknadsbolagen men är även tänkt att tjäna som exempel och förebild för andra företag.<sup>94</sup> Enligt överenskommelse mellan Stockholmsbörsen och Aktiemarknadsbolagens Förening skall från den 1 juli 2005 Koden tillämpas av bolag på börsens Large Cap-lista (tidigare A-listan) och av bolag på Mid cap och Small cap-listorna (tidigare O-listan) med marknadsvärde överstigande MSEK 3.<sup>95</sup> Härvid kan noteras att sedan oktober 2006 är de OMX börser i Sverige, Danmark och Finland, det vill säga innefattande Stockholmsbörsen, sammanslagna till Den Nordiska Börsen varvid de noterade bolagen numera istället indelas i tre segment baserade på bolagens börsvärde.<sup>96</sup>

Koden är avsedd att utgöra ett led i självregleringen inom det svenska näringslivet. Den bygger på principen ”följ och förklara” (*comply or explain*) vilket innebär att ett företag som tillämpar Koden kan avvika från enskilda regler men då måste avge förklaringar där skälet till varje avvikelse redovisas. Koden innehåller inga regler för hur avvikelser skall motiveras utan uttrycker att detta är en fråga för styrelsen i det enskilda bolaget att ta ställning till. Det finns heller ingen särskilt instans som skall bedöma vilka förklaringar som är, respektive inte är, godtagbara.<sup>97</sup>

Principen följ eller förklara är omhuldad inom den europeiska bolagsstyrningsdebatten. Som en del av harmoniseringsarbetet på bolagsrättens område inom EU har man samman kallat en expertgrupp, European Corporate Governance Forum, vars uppgift är att kontinuerligt tillhandahålla Kommissionen synpunkter beträffande utvecklingen på bolagsstyrningens område samt att föreslå åtgärder på europeisk nivå.<sup>98</sup> Forumet har gjort ett uttalande enligt vilket man tydligt förordar koder enligt principen följ eller förklara framför detaljerad lagstiftning. Samtidigt framhåller man att det måste säkerställas att principen verkligen kommer att efterlevas genom lagstiftning, myndigheter eller krav från marknadsplatser.<sup>99</sup>

---

<sup>94</sup> SOU 2004:130, bilaga 3, s 51.

<sup>95</sup> [www.bolagsstyrningskollegiet.se](http://www.bolagsstyrningskollegiet.se), [www.omx.se](http://www.omx.se).

<sup>96</sup> [www.omx.se](http://www.omx.se).

<sup>97</sup> SOU 2004:130, bilaga 3, s 52 – 53.

<sup>98</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm), Årsrapport från Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2006, s 42 – 43.

<sup>99</sup> *Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle*, 2006-02-22.

Koden innehåller, förutom specificerade regler om bolagsstämma, utförliga regler om tillsättandet av styrelse och revisorer. Valberedningen, vars uppgifter närmare anges i Koden, tilldelas härvid en central roll.<sup>100</sup>

Regler om finansiell rapportering återfinns i Kodens punkt 3.6. Härvid stadgas att det i årsredovisningar och delårsrapporter tydligt skall framgå vilka delar som utgör formella finansiella rapporter och på vilka regelverk dessa grundar. Vidare skall framgå vilka delar av årsredovisningen eller delårsrapporten som är översiktligt granskade av bolagets revisor. Styrelsen och verkställande direktören skall lämna en försäkran innebärande att, såvitt de känner till, årsredovisningen är upprättad i överensstämmelse med god redovisningssed för aktiemarknadsbolag, lämnade uppgifter stämmer med de faktiska förhållandena samt att ingenting av väsentlig betydelse som skulle kunna påverka den bild av bolaget som skapas av årsredovisningen har utelämnats.<sup>101</sup>

I Kodens punkt 3.7 stadgas att styrelsen ansvarar för bolagets interna kontroll, vilket syftar till att skydda ägarnas investering och bolagets tillgångar. Styrelsen skall på en fortlöpande basis hålla sig informerad om och utvärdera hur bolagets system för intern kontroll fungerar. Styrelsen skall vidare, enligt punkt 3.7.2 årligen avge en rapport över hur den interna kontrollen, till den del den avser den finansiella rapporteringen, är organiserad och hur väl den har fungerat under det senaste räkenskapsåret, vilken enligt bestämmelsen skall granskas av bolagets revisor.<sup>102</sup> Bolagsstyrningskollegiet har dock beslutat att avge en anvisning med innebörd att ifrågavarande rapporten inte behöver innefatta något uttalande om hur väl den interna kontrollen har fungerat samt att revisorsgranskning av rapporten vidare är frivillig.<sup>103</sup> Enligt Koden skall en särskild rapport om bolagsstyrningsfrågor bifogas årsredovisningen.<sup>104</sup> Att notera är vidare att ett antal krav uppställs på hur den valberedning som skall nominera styrelsens ledamöter skall se ut och arbeta.<sup>105</sup>

Trots att Koden är en tämligen lättviktig produkt jämfört med SOX är den inte utan sina kritiker. Kritik mot skärpta regler för bolagsstyrning i Sverige har således bland annat anförts av Christer Gardell, grundare och ledare för riskkapitalfonden Cevian, varvid bland annat har

---

<sup>100</sup> Koden, punkt 2.

<sup>101</sup> Koden, punkt 3.6.

<sup>102</sup> Koden, punkt 3.7.

<sup>103</sup> *Tillämpningsanvisning från Kollegiet för svensk bolagsstyrning*, 2006-09-05.

<sup>104</sup> Koden, punkt 5.1.

<sup>105</sup> Koden, punkt 2.1.

framhållits att den ökade byråkrati som Koden kan förväntas leda till skulle vara en faktor som gör en börsnotering mindre intressant för många företag. Därmed skulle privata riskkapitalbolag istället uppfattas som ett mer intressant alternativ.<sup>106</sup>

Ett annat påpekande, som gjorts av Bergström och Samuelsson (vid Handelshögskolan i Stockholm respektive Lunds Universitet), är att Koden är ”påfallande inriktad på förhållandet mellan företagsledare och aktieägare” och att den ger uttryck för synsättet att ”aktiebolaget är ett instrument för aktieägare att maximera avkastningen på sitt satsade kapital”. Författarna framhåller att senare tids analyser pekar på att ett mer intressentorienterat (baserat på olika stakeholder-modeller) synsätt kan vara mer fruktbart. De menar således att kodgruppens synsätt att förhållandet till andra intressenter än aktieägare i princip faller under ledningens operativa ansvar ”förefaller en aning inskränkt om syftet varit att stärka förtroendet för det ’svenska näringslivet’”.<sup>107</sup>

## 5. Intervjuer

### 5.1 Allmänt om respondenterna

*Koncerncontrollern* har för närvarande titeln ”*Group Financial Controller*” vid ett större svenskt bolag noterat på Stockholmsbörsens Large cap-lista. Dessförinnan har han under cirka nio år verkat vid ett större multinationellt företag där han bland annat har ansvarat för implementeringen av SOX. Han har även tidigare under cirka tjugo år varit auktoriserad revisor varav ett antal år som delägare i en av de ”Stora Fyra”.

*Förvaltaren* har över tio års erfarenhet av kapitalförvaltning och är för närvarande ansvarig förvaltare för en större svensk aktieportfölj som omfattar ett flertal miljarder SEK. Uppdraget är att placera i svenska noterade företag. Han deltar inom ramen för sitt arbete i valberedningar för styrelser i portföljbolagen.

*Styrelseordföranden* är sedan två år tillbaka engagerad i ett företag som är noterat vid Nordic Growth Market (NGM). Företaget hade en omsättning för 2006 i storleksordningen MSEK 60 - 70 och är, i likhet med de flesta företag på NGM, att betrakta som ett tillväxtföretag. För

<sup>106</sup> Carlsson, B, ”Dyra och krångliga regler för ledningarna”, *DN Ekonomi*, 2005-03-12.

<sup>107</sup> Bergström, C, Samuelsson, P, ”En svensk kod för bolagsstyrning”, *Ekonomisk debatt*, 2004, nr 5, årgång 32, s 3 – 6.

närvarande finns inget formellt krav på att företag noterade vid NGM skall tillämpa Koden, men företaget strävar likväl efter att implementera och följa regelverket.

*Revisorn* är auktoriserad revisor och delägare i en större svensk revisionsbyrå. Han har arbetat som revisor i omkring 35 år. Han har ett hundratal olika uppdrag, varav ett antal uppdrag avser revisionen av börsnoterade företag, företrädesvis på Stockholmsbörsens O-lista (Den Nordiska Börsens Small cap- och Mid cap-listor) men han har även innehaft uppdrag som avsåg företag noterade vid dåvarande A-listan.

*Compliancechefen* arbetar för närvarande vid en större svensk bank där hon bland annat varit projektledare för implementeringen av Koden i banken. Dessförinnan verkade hon i åtta år som managementkonsult vid ett av de största managementkonsultföretagen där hon främst arbetade med finansiella risker, operativa risker och strategier kring risker.

## 5.2 Regler på bolagsstyrningens område – syften och behov

*Koncerncontrollern* menar att skärpta regler är ”bra och tyvärr nödvändiga”. Han har redan under 1980-talet haft anledning att begrunda bolagsstyrningsfrågan. Vid den tidpunkten menar Koncerncontrollern att det fanns ett allmänt ointresse hos företagsledningar – och därmed även hos revisorer – för dessa frågor och att man inte betraktades som ”affärsmässig” om man fäste vikt vid dem. Han talar om att det förelåg en ”omognad” vad beträffar bolagsstyrningsfrågor som ledde till att man släppte känslan för internkontroll vilken tidigare funnits hos många företag. Istället ställdes ledord som tillväxt och effektivitet i centrum. Frågor omkring ansvarsfördelning och exempelvis attestregler ansågs inte vara värdefulla.

Koncerncontrollern ser att denna tendens har bidragit till de ”finansiella bubblor” som uppstod under 1980- och 1990-talen och till slut brast inom fastighetsbranschen, finansbranschen och IT-branschen. Tidigare centrala värderingar som avkastning på investerat kapital kom att sättas ur spel. Han tror att regler liknande SOX eller Koden hade kunnat bidra till att hindra sådana tendenser och finansiella bubblor och uttalar att sådana regler hade kunnat generera en kritisk granskning av beslutsfattandet från flera olika, och från varandra oberoende, aktörer.

Koncerncontrollern poängterar att han ser en viktig skiljelinje mellan å ena sidan intern kontroll och detaljer i kontrollarbetet, och å andra sidan vad han benämner som ”governance”, det vill säga spelregler för befattningshavare och olika fora som skall samarbeta (styrelse, ägare, koncernledning). Han menar att det är inom ramen för det senare som

...de stora misstagen sker, inte om någon stackare har satt en felaktig attest på en faktura och man råkar ha betalat en faktura på några hundra tusen för att man har dålig intern kontroll.

En punkt som Koncerncontrollern således är kritisk på vad gäller SOX är regelverkets tendens att allt för detaljerat fokusera på frågor som rör intern kontroll. Misstagen sker på ”styrelse och bolagsledningsnivå” och det är således här han kan se ett behov av regler och riktlinjer så att styrelse och företagsledning kan agera för företagets bästa och dessutom har ett ”kritiskt öga” i form av oberoende styrelseledamöter och styrelseutskott som kan granska och beakta revisions-, kontroll- och ersättningsfrågor. Detta menar han kan ge den ”koppling mellan bolagsstämman och det aktiva beslutsfattandet” som har saknats.

Enligt Koncerncontrollerns erfarenhet återfinns efter reglernas tillkomst fler styrelseutskott och bättre processer för val av styrelseledamöter. Vidare är frågor om ersättning föremål för diskussion i större utsträckning och utvärderingen av styrelse, VD, koncernchef, etc sker på ett mer strukturerat sätt. På det hela taget menar Koncerncontrollern att transparensen i beslutsfattandet blir bättre med de skärpta reglerna, till gagn för investerare som får lättare att fatta informerade beslut beträffande sina investeringar.

En annan positiv aspekt som Koncerncontrollern har iakttagit vid implementeringen av SOX är att implementeringsarbetet skapar tydlighet i ansvar samt förståelse för risker och vilka interna kontroller som bör finnas på plats för att riskerna skall hanteras i företaget. Även om processen således är bra i sig menar dock Koncerncontrollern att SOX går för långt då företaget nödgas allokera stora resurser och ”enorm kraft” för att ständigt möta regelverkets detaljkrav och krav på uppdateringar. Den detaljnivå som SOX befinner sig på gör att regelverket kan bli kontraproduktivt och ”skjuter över målet”. Han är särskilt kritisk mot de krav på testning av företagets interna kontroll som ställs upp enligt SOX och menar att ”om man drar det till sin extrem så skulle man behöva göra halva företaget till revisorer av sina egna kontroller”.

Även om Koncerncontrollern således är kritisk mot de detaljkrav som följer av SOX ser han att svensk verksamhetsstyrning har fått ett positivt inflytande av den ”anglosaxiska befruktningen” genom att ett tydligare ansvar för nödvändiga åtgärder numera tenderar att allokeras till individer i organisationen, till skillnad från vad som tidigare gällt.

Koncerncontrollern menar att man kan se på regler som en form av ”kvalitetssystem i administrativa och ekonomiska rutiner”.

Även om Koncerncontrollern således, med reservationer för de detaljkrav som gäller enligt SOX, är positiv till regler på bolagsstyrningens område framhåller han att det finns där allt för komplexa regler kan bli för betungande för små och medelstora företag.

*Förvaltaren* nämner att Koden, som är det regelverk som är aktuellt för Förvaltarens portföljbolag, kanske kan vara ett bra verktyg för att sätta tryck på företag. Dock ser han inte regler som något viktigt verktyg för egen del. Den institutionella placerare Förvaltaren är verksam vid driver istället aktivt sin linje i portföljbolagen. Det handlar således om en aktiv ägarstyrning eftersom något exitalternativ knappast finns om man har uppdraget att investera i större noterade svenska företag. Eftersom det finns ett begränsat antal företag att välja mellan inom ramen för ett sådant mandat är alternativet till en aktiv ägarstyrning i praktiken en avveckling av portföljen. Ägarstyrningen sker framför allt genom att Förvaltaren för den institutionella placerarens räkning deltar i valberedningen i de viktigare portföljbolagen. Förvaltaren upplever således inte att hans arbete har förändrats på grund av Koden, utan det viktiga är ”att tillsätta rätt styrelse”, det vill säga en styrelse som är kapabel att generera värden åt aktieägarna. Han framhåller att bolagsstyrningsfrågor alltid varit viktiga för den institutionella placerare han verkar vid. Således innebar Koden ingen revolution utan man var istället orolig för att formaliakostnader skulle uppstå i vissa mindre bolag.

Som centrala styrproblem uppger Förvaltaren att det kan förekomma att företagsledningen inte lämnar fullständig information, något som exempelvis kan förekomma i samband med emissioner. Således menar Förvaltaren att det kan förekomma att företagsledningen är mer intresserad av att ”rädda bolaget mer än aktieägarna”. Företaget och dess ledning kan dessutom ofta vara intresserade av att ha en, ur ägarnas synvinkel, ineffektiv kapitalstruktur, det vill säga att allt för mycket kapital hålls kvar i bolaget istället för att utdelas till ägarna.

Även om Förvaltaren kan se att Koden möjligen kan vara bra för att sätta tryck på företag och företagsledare anser han att det är viktigt att den inte får uppfattas som ”normativ”. Han menar härvid att ett problem med Koden är att man kan frestas att dra slutsatsen att frågan om svensk bolagsstyrning är avklarad i och med tillkomsten av densamma. Han understryker vikten av att ägarna själva skapar en idé om sin ägarstyrning och framhåller att det föreligger en fara med att ”bocka av Kodens krav”. Det sistnämnda är en negativ tendens han har sett exempel på i sitt praktiska arbete inom valberedningar.

En annan kritik som Förvaltaren riktar mot Koden är att en stor del av dess innehåll behandlar tämligen självklara frågor som dessutom redan framgår av relevant lagstiftning. Inför införandet av Koden fanns hos den institutionella placerare vid vilken Förvaltaren verkar en oro för att Koden skulle implementeras för alltför små bolag eftersom detta skulle vara kostsamt i förhållande till bolagens storlek. Även om det inte blev så i praktiken är Förvaltaren av uppfattningen att Koden kom att gälla för mindre företag i större utsträckning än vad som vore önskvärt.

På temat om skärpta regler och den väg som valts i USA med SOX understryker Förvaltaren skillnaden mellan amerikanska och svenska förhållanden. Förutom skillnaden i storlek mellan marknaderna, som leder till att institutionella placerare har svårare att göra sig hörda i USA än i Sverige, poängterar han även att det finns andra grundläggande skillnader i övergripande principer såsom exempelvis att VD och styrelseordföranden inte kan vara samma person i svenska marknadsnoterade bolag till skillnad från vad som är brukligt i USA.

*Styrelseordföranden* menar att huvuddelen av Koden är bra samt att den utgör ett ”utmärkt verktyg för att driva styrelsearbete”. Han ser således Koden som ett ”enkelt körschema” för styrelsearbetet och menar att sådana system är viktiga att ha på plats för bolag med externa ägare. Han är principiellt inte för kontroll men menar likväl att det är lämpligt att upprätthålla viss standardisering för att förenkla, skapa förståelse och erbjuda företag och investerare ”samma möjligheter”. Ur det perspektivet ser Styrelseordföranden Koden som en positiv företeelse och menar att den kan hjälpa företag och investerare att närma sig och få större förståelse för varandra. Styrelseordföranden framhåller således att regler handlar om förtroendet mellan aktieägarna och ledningen i ett företag. Han uttrycker saken så att ”ju tydligare man är, desto mer seriös man är, desto mer förtroende kan man bygga”.

Sammanfattningsvis är Styrelseordförandens uppfattning att regler som Koden är bra då de sätter fokus på bolagsstyrningsfrågor och erbjuder ett ”tydligt körschema” för styrelsearbetet. Han har för egen del svårt att se att styrelsearbetet i det företag där han är verksam skulle ha blivit så strukturerat som det är om Koden inte fanns. Han menar dock att Koden är bra som den är och att den inte nödvändigtvis behöver vare sig skärpas eller luckras upp. Eventuella justeringar av regelverket är något som får utvärderas, exempelvis efter en femårsperiod.

*Revisorn* framhåller att aktieägandet i de börsföretag han reviderat, det vill säga främst bolag noterade på Stockholmsbörsens O-lista (Den Nordiska Börsens Small cap- och Mid cap-listor), inte har särskilt stor spridning i aktieägandet, vilket medför en tämligen stark ägarstyrning. Mot bakgrund av detta är hans erfarenhet att en vanlig uppfattning, som *Revisorn* i mångt och mycket delar, är att vissa delar av Koden ”skjuter över målet”. Som positivt pekar han på tendensen att transparensen, exempelvis genom krav på information genom hemsidor, till följd av de skärpta reglerna har ökat. Vidare anser han att förekomsten av en kod har ökat medvetenheten om bolagsstyrningsfrågor vilket har medfört en generell skärpning vad beträffar styrelser och aktieägarnas möjligheter att ställa krav.

Han menar att det med hänsyn härtill kanske hade funnits större möjligheter att förhindra de företagsskandaler som förekommit i Sverige om Koden eller motsvarande regler hade existerat. Dock framhåller *Revisorn* att detta i första hand gäller för ”ägarlösa företag”, det vill säga företag med hög grad av institutionellt ägande utan en påtaglig ägarstyrning. *Revisorn* menar att i de företag han har erfarenhet av, och där en stark ägarstyrning råder, skulle sådana oegentligheter och sådant slöseri som det finns exempel på i uppmärksammade företagsskandaler knappast ha kunnat förekomma – i vart fall inte systematiskt återkommande.

*Revisorn* framhåller att en central problematik är vilka företag skärpa regler avser att träffa. Som exempel på orealistiska krav nämner han de bestämmelser om valberedning som Koden ställer upp, vilka knappast har någon förutsättning att fungera i praktiken för mindre företag. Vidare är *Revisorn* starkt kritisk i allmänhet till regler om att styrelsen skall uttala sig om intern rapportering som han menar är ”klar överkurs”. Härvid framhåller han det olämpliga i att styrelsen skall bedöma sitt eget arbete.



Även Revisorn gör en åtskillnad mellan amerikanskt och svenskt näringsliv och framhåller att svenska företag, även större sådana, normalt har en stark ägare som står bakom. Detta säkerställer, till skillnad från vad som gäller för större företag i USA, en stark ägarstyrning vilket förhindrar skandaler av typen Enron i Sverige. Han framhåller vidare det paradoxala i att de största skandalerna återfinns i USA, trots att USA traditionellt haft betydligt strängare regler.

Sammanfattningsvis menar Revisorn att den ansats som Koden bygger på är positiv även om man i vissa delar kan tendera att gå för långt och delvis fokusera på fel saker. Han framhåller i sammanhanget återigen att uppmärksamheten omkring bolagsstyrningsfrågor i sig är positiv och menar att Koden successivt kommer att anpassas efter mer pragmatiskt synsätt med tiden. Principiellt menar dock Revisorn att ”det viktiga är att Koden finns” då den utgör en ”grammatik för mindre erfarna företag att gå efter” och befäster en ”god lägsta standard för noterade bolag”..

*Compliancechefen* framhåller att en positiv aspekt hon erfarit i sitt eget arbete med rapportering enligt Koden är att press har satts på bankens ekonomienhet att förbättra sina system och att åtgärda brister i desamma. Hon tror dock inte att aktieägarna har vunnit någonting på att Koden har implementerats. Som exempel anger hon den slutrapport som publicerats på basis av den underliggande rapport hon arbetat fram enligt Koden. Trots att slutrapporten fick ett mycket positivt bemötande krävdes, enligt Compliancechefens uppfattning, att man var mycket väl insatt i de bakomliggande processer, system och frågor som låg till grund för slutrapporten för att kunna tillgodogöra sig densamma. Detta var något som aktieägarna knappast haft möjlighet till.

Compliancechefen menar att det förvisso är positivt med större fokus på bolagsstyrningsfrågor och rapportering i sig, men är kritisk mot fokuseringen på externa regler om intern kontroll bland annat på grund av att behovet av sådana regler är specifikt inom olika branscher och verksamheter. Hon tror inte heller att regelverk som SOX eller Koden utgör något hinder för den som vill begå oegentligheter, då den som vill ägna sig åt oegentligheter kommer att finna vägar att gå runt de kontroller som finns. Hon betonar vidare att det finns en risk att regelverk som ställer höga krav på rapportering kan leda till att information till styrelsen kan bli för detaljerad, vilket i sin tur kan leda till att styrelsens ledamöter inte kan tillgodogöra sig den information de behöver. Compliancechefen menar

därför att lagar och regler inte bör diktera exakt vad som skall rapporteras och vilken information som skall redovisas till styrelsen. Någon form av filtrering är oundviklig om styrelsen skall dränkas i information och således berövas möjligheten att bedöma vad som är av vikt och vad som inte är det.

### 5.3 Centrala intressen för och omkring skärpta regler

*Koncerncontrollern* anser att regler på bolagsstyrningens område skall i första hand bevaka investerarna och deras krav på avkastning på investerat kapital, som skall omhändertas på ett klokt och balanserat sätt. Bolagsstyrningen är enligt Koncerncontrollern till för att bolaget skall fungera bättre. Därmed menar han att ytterligare intressenter förvisso kan komma in i bilden men avkastningen på investerat kapital är emellertid likväl det centrala. En kategori som kan ha intresse av skärpta regler enligt Koncerncontrollern är externa konsulter, däribland revisorer, då regelverken kan förväntas vara affärsdrivande för dem.

*Förvaltaren* ser maximering av aktieägarnas förmögenhet som det centrala intresset för bolagsstyrningen. Han menar även att ett särskilt intresse för en kodifiering kan finnas för småsparare som har begränsade möjligheter att utöva en aktiv ägarstyrning. Även Förvaltaren nämner konsulter som en grupp som haft intresse av formella regler införts.

*Styrelseordföranden* anser att bolagsstyrning främst skall se till aktieägarnas intressen. Han framhåller att man som styrelseledamot har en skyldighet att likabehandla olika aktieägare men att man kan spåra en tendens att större aktieägares intressen prioriteras i praktiken. Även Styrelseordföranden har noterat att många konsulter skapat affärsidéer på Koden. Det har även förekommit att bolagets extern revisor begärt att man i årsredovisningen uppger huruvida man följer Koden eller ej.

*Revisorn* anser att det i första hand är aktieägarnas intressen som regler avseende bolagsstyrning skall bevaka. Han framhåller i sammanhanget att Koden medför ökade möjligheter för de mindre aktieägarna att göra sin röst hörd. Revisorn uppger att Aktiespararna varit särskilt pådrivande vad gäller Koden och dess krav på revisionskommittéer och valberedningar.

*Compliancechefen* menar att aktieägarnas behov av att göra riskbedömningar omkring företaget är ett av huvudsyftena med regler på bolagsstyrningens område, även om hon som tidigare nämnts har svårt att se att Koden i praktiken har tillfört något till aktieägarna. Hon talar i sammanhanget även om att det är viktigt att skapa legitimitet för verksamheten gentemot finansinspektionen, men även gentemot verksamhetens kunder. Ytterst är detta dock frågor som även gagnar aktieägarna. Hon noterar vidare att externa konsulter och revisorer har visat ett intresse för arbetet omkring Koden samt att de har varit intresserade av att sälja tjänster beträffande rapportering enligt Koden. Hon anger även att analytiker skulle kunna ha ett visst intresse för att bolagsstyrningsfrågorna sätts i fokus.

#### 5.4 Viljan att efterleva skärpta regler i praktiken – vad motiverar efterlevnad?

*Koncerncontrollern* återkommer till distinktionen mellan å ena sidan interkontrollfrågor och å andra sidan rena bolagsstyrningsfrågor. Han framhåller i sammanhanget att han är av uppfattningen att regler om intern kontroll inte hade förhindrat exempelvis Enronskandalen i avsaknad av tydliga regler för vad olika ledningsorgan ”kan och inte kan göra”. Således framhåller *Koncerncontrollern* återigen att roten till företagsskandaler står att finna inom den rena bolagsstyrningssfären och inte den interna kontrollsfären.

Även om *Koncerncontrollerns* erfarenhet är att det initialt var svårt att få förståelse för implementeringen av SOX i svenska verksamheter menar han att det nu finns en insikt om att de skärpta reglerna på bolagsstyrningens område är bra för företaget och att det, nästan utan undantag, finns en vilja att följa reglerna. Han uppger dock att det är möjligt att detta gäller främst för den grupp av företag som har externa intressenter ”som tittar in”. Han menar även att en gemensam värderingskultur, förutsatt att den kan förankras i organisationer, egentligen är starkare än regelverken i sig. Hans erfarenhet är även att svenska företag tenderar att möta de nya reglerna genom att sträva efter att skapa en ”allmän känsla för ordning och reda” i organisationen och att skapa värderingar som ”genomsyrar företaget”. *Koncerncontrollern* menar att regelverk på bolagsstyrningens område kan innebära en ”drivkraft” eller ”ge ett alibi” åt företagsledningen att kunna ägna sig åt styrfrågor och inte bara åt den löpande verksamheten.

*Förvaltaren* har noterat att en del styrelser tenderar att uppfatta Koden som lagstiftning, trots att den inte är det, och av denna anledning har en vilja att efterleva regelverket. Hans

erfarenhet är att företagen inte har någon principiell motvilja vad gäller efterlevanden av Koden, men att man i mindre företag inte vill leva upp till de delar som är kostsamma. Man vill således uttryckligen undvika regler som leder till allt för höga kostnader. Vid analysen av implikationerna av Koden kunde man finna att kostnaderna för implementeringen av Koden i mindre företag ofta kunde uppgå till belopp i storleksordningen MSEK 2. Förvaltaren framhåller att sådana kostnader kanske är av mindre betydelse för större bolag, men att det innebär en allvarlig belastning för ett företag som omsätter några hundra miljoner SEK. Han understryker att detta är kostnader som skall adderas till den kostnad som redan föreligger för att vara noterad och framhåller att ”det får inte bli för dyrt att vara börsnoterad, det är viktigt att börser fortsatt är ett bra ställe att skaffa kapital på”.

*Styrelseordföranden* anger att det företag han verkar i har, trots att något formellt tvång inte föreligger, valt att implementera och följa Koden framför allt eftersom företaget har som mål att på sikt notera sig på Den Nordiska Börsen. Han menar således att tillväxtföretag kan vara intresserade av att implementera och följa Koden trots frånvaron av formellt tvång härtill eftersom det kan erbjuda dem en möjlighet att ”bli fähiga för nästa steg”. Härutöver uppger *Styrelseordföranden* att det finns ett underförstått tryck ifrån NGM:s sida att implementera Koden. Han uttrycker saken så att NGM har angivit att företag som är noterade vid dess lista ”bör förhålla sig till Koden”. Han har även erfarenhet av att externa revisorer gärna ser att företaget i årsredovisningar anger huruvida man följer Koden eller inte. *Styrelseordföranden* talar vidare om en mognadsprocess vad gäller Koden och skärpta regler. När denna process har kommit igång och pågått under en tid tror han att Koden kommer uppfattas som ett naturligt inslag i bolagsstyrningen.

*Revisorn* har svårt att se att det funnits något större intresse av att implementera Koden i de företag han reviderat eftersom de med hänsyn till stark ägarstyrning redan har en väl fungerande bolagsstyrning. Hans erfarenhet är att man ser på Koden ”ungefär som en matsedel, man tar det man tycker är relevant” och att ”Koden befäster egentligen bara hur man redan jobbar i större företag”. *Revisorn* talar således om en ”kodifiering av rådande praxis”.

*Compliancechefen* ser ett incitament i viljan att skapa legitimitet för verksamheten gentemot övervakande instanser som Finansinspektionen, liksom gentemot motparter och korrespondentbanker. Hennes erfarenhet är dock att man i organisationen inte har någon

större vilja att leva upp till Koden, det har mest varit ”suck och stön”. Man upplever att fokuseringen på regler som Koden och SOX är alldeles för kraftig och man har svårt att se att Koden tillför något med tanke på de redan väl utvecklade interna kontrollsystem och den externa övervakning som redan finns på plats för bankens verksamhet. Hon upplever generellt att kritiken går ut på att det är ”för stort fokus på fel saker”. Compliancechefen misstänker att Koden är ett sätt för Sverige att ”slippa SOX”, det vill säga det handlar om ett steg mot anglosaxisk bolagsstyrningskultur som man gjort som en kompromiss för att undvika vidare påtryckningar från amerikanskt håll.

### 5.5 Varifrån skall regler på bolagsstyrningens område komma?

*Koncerncontrollern* menar att grundregler såsom exempelvis ABL eller ÅRL bör formuleras av lagstiftaren. Vad gäller mer detaljerade regler för bolagsstyrning menar han dock att det kan vara lämpligare att de olika marknadsplatserna står för sådana regelsystem. Han kan även se en poäng med att ha differentierade regelsystem, med exempelvis lägre krav för företag som är noterade vid småbolagsbörsen. FAR och andra ”tolkande institutioner” bör enligt *Koncerncontrollern* inte ställa upp regler utan skall ägna sig just åt uttolkning och övervakning av efterlevnaden av regler.

*Förvaltaren* understryker självregleringsfunktionen och menar att det främst är genom självreglering arbetet omkring ägarstyrning kan utvecklas i positiv riktning. Han framhåller återigen risken att formella regler, i synnerhet om de kommer från lagstiftaren, skapar en risk för en ”avbockningsmentalitet”.

Även *Styrelseordföranden* är positiv till självreglering inom näringslivet vad beträffar bolagsstyrningsfrågor. Statlig inblandning ser han som en sista utväg ”om parterna inte kan komma överens”. Han ser marknadsplatserna som den naturliga instansen för övervakning av efterlevnaden av regler på bolagsstyrningens område.

*Revisorn* motsätter sig tvång att implementera regler på bolagsstyrningens område och menar att lagstiftningsvägen knappast hade varit lämplig vad gäller formaliserade regler på bolagsstyrningens område. En lagstiftning beträffande bolagsstyrning hade lett till ”ett visst gnissel från näringslivet och hade knappast fungerat i praktiken”. Han menar vidare att lagstiftning med sanktionerat tvång hade kunnat leda till att företag väljer att lämna

marknadsplatserna. Han nämner även att den arbetsordning styrelsen skall anta enligt ABL kan fylla, och fyller ofta i praktiken, de funktioner Kodexen är avsedd att fylla samt att det dessutom redan finns ett antal regler på plats som i praktiken fyller samma funktion (utöver lagstiftning som ABL och ÅRL nämner Revisorn NBK's rekommendationer).

*Compliancechefen* framhåller att frågan om varifrån reglerna skall komma är beroende på geografisk marknad. I Sverige och Norden menar hon dock att något behov för detaljregleringar från stat och myndigheter inte föreligger. Hon menar således att

...i Sverige tar vi ansvar för vad vi gör. Har vi fått en uppgift tar vi ansvar för den. Tittar man på USA så har man inte riktigt samma tänk där – och faktiskt inte heller i England. Man tar inte ansvar och då är det viktigare med uppföljning.

För svensk del menar dock *Compliancechefen* att ett övergripande regelverk som ställts upp av näringslivet självt kan vara lämpligt. Det handlar dock om minimikrav.

## 6. Reflektioner

### 6.1 Regler på bolagsstyrningens område – bakomliggande modeller och intressentperspektiv

Inledningsvis kan man konstatera att agentteorins genomslag vad gäller regler på bolagsstyrningens område är påfallande. Detsamma gäller synen på aktieägarna som den viktigaste, eller till och med den enda, intressenten som skall tas hänsyn till vid utformningen av regler på bolagsstyrningens område. De respondenter som intervjuats inom ramen för detta arbete är således tämligen samstämmiga vad gäller vikten av att se till aktieägarnas intressen och flertalet av dem framhåller att bolagsstyrningens uppgift är att säkerställa investerarnas avkastning på det investerade kapitalet.

De olika intressentmodellerna (ägare kontra samtliga företags intressenter) och frågan om vem eller vilka som utgör huvudman i förhållande till styrelsen och företagsledningen torde ytterst inte bara bottna i vilken syn man har på människan som vinstmaximerande eller vinstsatisfierande varelse utan även i politisk grundsyn på samhället i stort. Således har av förespråkare för respektive uppfattning värnandet av demokratiska grundprinciper anförts

som argument, dock med olika utgångspunkter. Deetz menar således att bristen på representation för vissa intressentgrupper i företag utgör ett demokratiskt underskott och uttalar att "[d]emocracy is left at the doorstep of most corporations as each stakeholder enters".<sup>108</sup> Friedman menar å sin sida att företagsledares gynnande av andra intressen än företagets och dess ägares utgör en beskattning av ägarna som inte beslutats i demokratisk ordning. Friedman menar vidare att styrelser utses av aktieägarna just därför att de är aktieägarnas sysslomän och inte statliga tjänstemän:

If they are to be civil servants then they must be elected through a political process. If they are to impose taxes and to make expenditures to foster "social" objectives, then political machinery must be set up to make the assessment of taxes and to determine through a political process the objectives to be served.<sup>109</sup>

Författarna till detta arbete är av inställningen att stakeholderperspektivet, såsom det exempelvis förespråkas av Deetz, är legitimt och nödvändigt att framhålla inom ramen för studier av företag och företagande. Huruvida ett stakeholderperspektiv bör anläggas vid utformningen av bolagsstyrningsregler är en helt annan fråga. Ytterst handlar frågan om hur man ser på äganderätten i förhållandet till företaget. Man kan förvisso, som Ghoshal föreslår, anlägga synsättet att aktieägarna i realiteten inte äger företaget utan endast rätten till nettot av företagets kassaflöden, men vad är i sådana fall nästa steg? Att alla som på något sätt kan anses ha "investerat" i företaget, inte bara i form av kapital, utan exempelvis även i form av nedlagt arbete och beroende skall ha samma bestämmanderätt genom att ha rätt att delta och fatta beslut i relevanta bolagsorgan?

Författarna till detta arbete menar att synsättet är tänkvärt men att det leder för långt att principiellt acceptera en sådan syn. Inledningsvis måste någon bestämma för att man överhuvudtaget skall kunna tala om "bolagsstyrning". Såväl bestämmanderätten och ägandet av det företag som är resultatet av det kapital som ställts till förfogande för att starta eller investera i företaget torde enligt vår uppfattning utgöra ett mycket viktigt incitament för att företag överhuvudtaget skall startas eller investeras i. Vi är därför av ståndpunkten att man får acceptera utgångspunkten att aktieägarna är den intressent vars intressen bolagsstyrningsregler i första hand skall bevaka. Att denna utgångspunkt sedan är vedertagen i praktiken, såsom illustreras av respondenternas samstämmighet, utgör måhända inget

---

<sup>108</sup> Deetz, s 45.

<sup>109</sup> Friedman, s 156.

argument (eller åtminstone inte något övertygande sådant) men man kan trots detta ställa sig frågan om det är meningsfullt att slåss mot den väl cementerade väderkvarn som aktieägarnas bestämmanderätt över företaget utgör.

Att ge bestämmanderätt till andra intressenter är dessutom en inte helt enkel fråga som skapar ett antal praktiska problem, inte minst av jävs- eller intressekonfliktkaraktär. En uppenbar fråga är hur man skall avgöra vilka intressenter som skall ha inflytande och i vad mån deras intressen skall beaktas. Ett svar på frågan erbjuds av Friedman: uppgiften att tillgodose de intressen som andra intressenter än aktieägarna må ha är lagstiftarens och ingen annans. Vi menar att det ligger mycket i ståndpunkten att begränsningar av aktieägarnas äganderätt i förhållande till företaget skall beslutas i demokratisk ordning. Att detta även fungerar i praktiken kan exemplifieras genom av lagstiftaren beslutade regler om arbetstagarrepresentation i större företags styrelser, regler om konsumentskydd, miljöregler, etc. Att företaget, av marknadsföringsskäl eller legitimitetsskäl, sedan kan ha ett intresse av att tillgodose vissa intressenters intressen är en annan sak och är rimligt ur bolagsstyrningsperspektiv så länge som gynnandet av sådana intressen inte strider mot aktieägarnas intressen. Annorlunda uttryckt kan det mycket väl ligga i linje med ett företags affärsstrategier och strävan efter högre lönsamhet att fatta beslut som vid en första anblick uteslutande gynnar andra intressen än aktieägarnas. Om sådana beslut emellertid, på lång eller kort sikt, de facto bidrar till företagets lönsamhet blir det tydligt att beslutet ligger väl i linje med aktieägarnas intressen.

## 6.2 Regler på bolagsstyrningens område – syften och behov

Som torde framgå av ovanstående avsnitt är vi beredda att acceptera en av de vedertagna utgångspunkterna för bolagsstyrning och regler härom, som exempelvis genomsyrar ABL, nämligen att aktieägarna utgör huvudmän, eller om man så vill, ”principaler”, i förhållande till vilka styrelsen utgör sysslomän, eller om man så vill, ”agenter”. Att vi således håller med om det principal-agentförhållande som agentteorin identifierar som ett grundproblem för bolagsstyrning betyder dock inte att vi för den sakens skull anser att agentteorin i sig är riktig.

Agentteorin har fördelen av att vara förförande enkel. Den är övergripande och går att applicera på de flesta relationer där någon form av sysslomannaförhållande råder. Det är därmed frestande att utgå ifrån att bolagsstyrningsfrågan är löst så länge som man formulerar



tydliga regler baserade på agentteorin. En omedelbar reflektion är dock att om det förhåller sig så, som Ghoshal gör gällande, att underliggande teorier och antaganden för agentteorin saknar legitimitet, ligger det då inte nära till hands att även regler som emanerar från sådana teorier saknar legitimitet och leder fel? Regler som befäster tanken att företagsledares uteslutande intresse är att berika sig själva riskerar, med Ghoshals synsätt, att leda till att företagsledare inte får några andra intressen. Vi får med andra ord i sådana fall de företagsledare vi förtjänar.

I syfte att närmare analysera det principiella behovet av regler på bolagsstyrningens område utgår vi ifrån den distinktion mellan å ena sidan själva ”styrfrågan” och å andra sidan frågan om internkontroll som föreslagits av Koncerncontrollern i den intervju som gjorts inom ramen för detta arbete. Med det förstnämnda problemområdet skall förstås frågan om hur man förmår företags styrelse samt företagsledning och övriga anställda att driva företaget på ett sätt som gagnar aktieägarnas legitima intressen. Med internkontroll skall främst förstås frågan om hur en effektiv och korrekt rapportering till högre befattningar i företaget, och ytterst till styrelsen, skall säkerställas. Aktuella regelverk på bolagsstyrningens områden i form av SOX och Koden omfattar regler som avser att hantera bägge dessa problemområden. De styrproblem som problemområdena antas ge upphov till med utgångspunkt ifrån agentteorin kan illustreras genom nedanstående figur:

|                |  | <i>Fråga</i>                  |                                   |
|----------------|--|-------------------------------|-----------------------------------|
|                |  | Styrning                      | Internkontroll                    |
| <i>Problem</i> |  | Undvika ”omoraliskt beteende” | Råda bot på informationsassymetri |

*Figur 3: Övergripande problem inom bolagsstyrning*

Syftet med att formulera detaljregler som avser att styra styrelse och företagsledning är således att undvika ett beteende som, ur aktieägarnas perspektiv, är ”omoraliskt” eller om man så vill, inte gagnar aktieägarnas intressen. Syftet med att formulera detaljregler för interna rapporteringsrutiner är att råda bot på den informationsassymetri som råder mellan agenten, som förmodas ha bättre tillgång till information om verksamheten, och principalen. Men regler eller, för att använda sig av agentteorins terminologi, ”beteendebaserade kontrakt” (som ju kan innefatta hierarkisk styrning) kan trots allt inte a priori förmodas avhjälpa något av dessa problem.

Enligt de teser som ingår i Eisenhardts sammanfattning av agentteorin, och som hon menar att det finns empiriskt stöd för, ökar förvisso exempelvis agentens benägenhet att agera i principalens intresse om principalen har tillgång till information att bedöma agenten. Detta innebär dock inte att detaljerade regler om internrapportering, som dessutom i praktiken kompletteras med krav på kontroll av rapporteringssystemen, innebär att principalen får tillgång till den information man behöver för att kunna korrekt bedöma en agent som med uppsåt agerar illojalt.

Det är i sammanhanget värt att erinra om Compliancechefens uppfattning omkring allt för detaljerad rapportering till styrelsen, nämligen att om informationen blir för detaljerad riskerar man att styrelseledamöterna inte kan tillgodogöra sig den information de behöver. Om en företagsledare vill agera illojalt finns i sådana fall fortsatt goda möjligheter att göra det trots hårda regler om internrapportering. Man kan så att säga mörklägga vissa omständigheter genom att ”dränka styrelsen i information”. Slutsatsen är att man bör lägga större vikt vid rekryteringen av kompetenta och lojala agenter än vid regelstyrning av inkompetenta och illojala sådana. Inom ramen för debatten omkring SOX har, som tidigare nämnts, gjorts gällande att lösningen av bolagsstyrningsproblemet består i att försäkra sig om att rätt sorts styrelseledamöter och företagsledare rekryteras – d v s individer som är beredda att ta moraliskt ansvar. Om man betraktar ”styrfrågan” är det även värt att begrunda Förvaltarens och Revisorns positiva erfarenheter av engagerade ägare som är beredde att ta ansvar för rekryteringen av bra styrelser. En annan sak är den risk för att större aktieägares intressen prioriteras före mindre aktieägares som Styrelseordföranden nämner. Denna risk kan mycket väl motivera tydliga regler omkring valberedningens arbete och öppenheten i företaget i linje med de regler på området som återfinns i Koden. Det är intressant att notera att respondenterna i detta arbete synes vara allmänt positiva till just dessa delar av Koden.

Tittar man sedan specifikt på frågan om behovet av intern kontroll är det intressant att jämföra med behovet av externredovisning. Vad gäller externredovisning är det tämligen självklart att det finns ett högt behov av standardisering så att redovisningen är uniform och marknadens aktörer därmed har en möjlighet att bedöma och jämföra företag. Detta är liktydigt med ett högt behov av formella regler. Vad gäller internrapporteringsrutiner är det betydligt svårare att finna argument för samma höga grad av standardisering. Däremot kan man hävda att varje företag bör ha ett utrymme för flexibilitet vad beträffar de interna rapporteringsrutinerna, så att dessa anpassas till den egna verksamhetens behov. Slutsatsen är

att detaljerade regler inte bör uppställas för internkontroll, vilket ligger väl i linje med vad respondenterna inom ramen för detta arbete framhåller, särskilt Koncerncontrollern och Revisorn. Med Koncerncontrollerns ord är det dessutom inte inom ramen för internkontrollfrågan som ”de stora misstagen” äger rum. Det är värt att notera att respondenternas kritik mot aktuella regler på bolagsstyrningens område främst har varit fokuserade på regler omkring internkontroll.

Det är även värt att påminna om den rädsla för alltför höga formaliakostnader som Förvaltaren ger uttryck för att formella bolagsstyrningsregler kan leda till. Denna rädsla torde i första hand avse just detaljregler om internkontroll. Man bör härvid påminna sig om att den enskilda regel i SOX som, tillsammans med därmed sammanhängande regler och tillämpningsanvisningar, givit upphov till de högsta kostnaderna är Section 404 som behandlar just internrapportering. Om det som Koncerncontrollern framhåller, det vill säga att interkontrollproblem inte är roten till större företagsskandaler, kan man fråga sig om dessa kostnaderna står i proportion till de eventuella fördelar som detaljerade regler om internkontroll eventuellt kan föra med sig.

En generell reflektion beträffande frågan om behovet av detaljerade regler på bolagsstyrningens område är att företagsskandaler som Enron och WorldCom trots allt utgör undantag. De flesta företag har skött sig innan de skärpta reglerna infördes och man kan fråga sig varför dessa företag skall ”bestraffas” genom de tämligen betungande ingrepp i företagens möjligheter att själva bestämma lämpliga interna rutiner för rapportering och redovisning som framför allt SOX medför. Är det någon mening med att försöka ”lagstifta bort” kriminellt beteende genom att införa tyngre regler som förmodligen endast kommer att följas på åsyftat sätt av de företag som redan sköter sig? Med denna utgångspunkt framstår ett tämligen hårt och omfattande regelverk som SOX som något av kollektiv bestraffning.

Regler på bolagsstyrningens område synes i och för sig föra med sig det positiva att en medvetenhet om bolagsstyrningsfrågor i sig kan uppstå i företagen. Sådana regler kan således främja en nyttig intern debatt och en medvetenhet om att man måste vara seriös och ta frågorna på allvar. Frågan är dock återigen om en sådan medvetenhet – som enligt vår mening med säkerhet bara kan vara positiv – inte kan skapas på annat sätt än genom tuffare lagstiftning. Kanske handlar det till syvende og sidst om att i grunden tänka om de premisser som ligger till grund för managementteori i enlighet med vad Ghoshal förespråkar.

Avslutningsvis är det värt att påminna om Pfeffer och Salanciks påpekande att en reglering kan ses som ett skydd för en viss bransch eller marknad, det vill säga regleringen kan utgöra hinder för nya aktörer att ta sig in på marknaden. En risk som kan föreligga är att större noterade företag ställer sig positiva till skärpta regler på bolagsstyrningens område eftersom de gör det svårare för mindre företag att konkurrera om investerarnas kapital. Det är i sammanhanget intressant att notera att det företag Styrelseordföranden verkar i har valt att implementera och följa Koden med sikte på att i framtiden bli noterad på en lista där Koden är obligatorisk.

### 6.3 Vad får företaget att följa regler och vem bör formulera dem?

Med utgångspunkt ifrån den samstämmighet som råder i frågan bland de respondenter som tillfrågats inom ramen för detta arbete skulle man kunna våga sig på påståendet att det kanske är lämpligare med större inslag av självreglering, enligt den modell som Koden är utformad efter, snarare än tvång genom lagstiftning á la SOX. Annorlunda uttryckt kan självreglering måhända förväntas leda till mer balanserade regler med bättre förankring i företagens verkliga situation och förutsättningar. Återigen med utgångspunkt ifrån respondenterna, kan man finna argument för att marknadsplatserna kan anses vara särskilt lämpade att styra utformningen av bolagsstyrningsregler eftersom de ligger nära företagen – och aktieägarna – och därför får anses ha bra förutsättningar för att förstå dem. Eventuellt skulle man kunna tänka sig en differentiering så att olika marknadsplatser har krav, rimligen ju högre krav desto större företag som är noterade vid marknadsplatsen. Härvid skulle det vara upp till aktieägarna att själva bedöma på vilka marknadsplatser man vill handla. En sådan ordning känns logisk och rimlig och gäller delvis redan genom de förhållandevis låga krav som ställs för en notering exempelvis på Aktietorget, jämfört med en notering vid Den Nordiska Börsens Large cap-lista.

För att använda DiMaggios och Powells terminologi är det påtagligt hur kraftigt och positivt det mimetiska trycket, genom viljan att vara ”fähiq” som Styrelseordföranden uttrycker saken, och även i viss mån det normativa trycket i form av tankar omkring styrelsers professionalitet (Revisorn talar således om en ”kodifiering av rådande praxis”), uppfattas av respondenterna. Detta skall jämföras med hur de ser på lagstiftning där Revisorn, i likhet med vad som har framhållits från andra håll i debatten omkring Koden, framhåller risken att

företag väljer bort marknadsplatserna om regler för bolagsstyrning blir för drakoniska. Med Olivers termer skulle man kunna säga att risken för att företagen väljer en undvikande eller manipulerande strategi ökar för det fall man väljer att försöka införa regler med hjälp av tvång snarare än medelst mimetiska eller normativa påtryckningar. Man kan även tänka sig att självregleringslösningar bättre gynnar en levande debatt om bolagsstyrningsfrågor eftersom självreglering förutsätter att berörda parter reflekterar över och debatterar de frågor som är föremål för självregleringen.

Pfeffers och Salanciks rön om vikten av legitimitet för ett företag är även värt att erinra om i sammanhanget. Jämför härvid vad Compliancechefen framhållit beträffande vikten för den bank vid vilken hon verkar att dess verksamhet framstår som legitim i förhållande till myndigheter, motparter och kunder. Ett problem som måhända kan förutspås härvidlag är att svenska företag som ju – i enlighet med vad flera respondenter har framhållit – verkar på en marknad som är tämligen annorlunda jämfört med den amerikanska marknaden, kan tvingas att leva upp till mer komplexa och långtgående regelverk såsom exempelvis SOX för att inte tappa förtroende från omvärlden. Då sådana regler inte är avsedda eller avpassade till svenska förhållanden kan detta leda till oförutsedda och oönskade effekter för svenskt näringslivs del. Detta problem kan förväntas bli mer påtagligt ju mer beroende svenska företag blir av handel och samarbete med andra länder.

I sammanhanget kan det vara av särskilt intresse att notera att det amerikanska rådgivningsföretaget Institutional Shareholders Services (ISS) och den brittiska börsanalysfirman FTSE i april 2005 lanserade ett system för rating av enskilda bolag, branscher och till och med hela marknader ur bolagsstyrningssynvinkel kallat ”*FTSE/ISS Corporate Governance Index Rating*”, vilket syftar till att erbjuda analysverktyg för institutionella investerare.<sup>110</sup> Det är mot bakgrund av ovan beskrivna problematik både intressant och oroväckande att konstatera att de tre skandinaviska länderna, det vill säga Sverige, Norge och Danmark, erhöll det sämsta betyget vad gäller bolagsstyrning.<sup>111</sup> Bolagsstyrningskollegiet kommentar detta enligt följande:

Genom kontakt med ISS fick Kollegiet tillgång till det underliggande materialet avseende de svenska bolagen. Analysen av detta material visade att studien utgår från en ensidigt

<sup>110</sup> [www.bolagsstyrningskollegiet.se](http://www.bolagsstyrningskollegiet.se)

<sup>111</sup> FTSE ISS Corporate Governance Rating and Index Series - Measuring the Impact of Corporate Governance on Global Portfolios, s 7.

anglosaxisk syn på corporate governance och bygger på i många fall rena missförstånd och okunskap om svensk lagstiftning och svensk bolagsstyrning.<sup>112</sup>

Vår erfarenhet i kontakter med jurister och andra yrkesverksamma från den anglosaxiska sfären bekräftar att anglosaxisk rätts- och affärskultur är betydligt mer formalistisk än vad som är fallet i Skandinavien. Det är i sammanhanget värt att erinra om Compliancechefens syn på ansvarskultur (i Sverige) kontra uppföljningskultur (i USA och England).

En avslutande reflektion till frågan om riskerna med alltför detaljerade och sanktionerade regler är att fokus kan riskera att flyttas från en seriös och ansvarsfull bolagsstyrning till ett fokus på att uppfylla de minimikrav som reglerna uppställer. Med Förvaltarens ord torde det vara önskvärt att undvika en sådan ”avbockningsmentalitet”.

## 7. Slutsatser

Vi har kunnat konstatera att agentteorin har haft ett påtagligt inflytande på utformningen av aktuella regelverk på bolagsstyrningens område, liksom att reglerna i första hand syftar till att tillgodose aktieägarnas intressen. När det gäller agentteorin är vi visserligen beredda att acceptera beskrivningen av förhållandet mellan å ena sidan aktieägare och å andra sidan styrelser och företagsledning som ett ”princial-agentförhållande”. Vi menar dock att det, i enlighet med vad exempelvis Ghoshal förespråkar, finns anledning att vara kritisk mot agentteorin då denna medför en allt för enkel syn på detta, i realiteten tämligen komplexa, förhållande.

Vi har dock lättare att acceptera utgångspunkten att bolagsstyrningsregler i första hand skall tillgodose aktieägarnas intressen. Därmed inte sagt att övriga intressen inte skall synliggöras och beaktas, men vi menar i likhet med Friedman att uppgiften att tillgodose sådana intressen ankommer på lagstiftaren och inte på företaget.

En viktig distinktion som har framkommit är den mellan å ena sidan regler som rör intern kontroll och å andra sidan regler som rör bolagsstyrning. Vi menar härvid att det finns anledning att formulera regler för bolagsstyrning, i synnerhet vad gäller frågor om tillsättning av styrelseledamöter och transparens gentemot aktieägarna. Detta särskilt för att gynna

---

<sup>112</sup> [www.bolagsstyrningskollegiet.se](http://www.bolagsstyrningskollegiet.se)

sådana aktieägare som har svårt att göra sin röst hörd. Däremot är vi skeptiska till regler som syftar till att standardisera företagens interna kontroll- och rapporteringsrutiner. Här menar vi dels att en viss flexibilitet måste finnas, dels torde det inte vara på detta område som risk för väsentliga oegentligheter förekommer.

En vidare slutsats är att självreglering sannolikt är att föredra framför lagstiftningslösningar vad gäller regler på bolagsstyrningens område. Dels kan man anta att självreglering bättre gynnar den löpande debatt om bolagsstyrningsfrågor som torde vara önskvärd, dels kan man förvänta sig att företagen visar en större vilja att följa regler som tillkommit genom självreglering. En risk med lagstiftade detaljregler på bolagsstyrningsområde som identifierats är att företagen kan ägna sig åt att skapa en fasad av efterlevnad istället för att verkligen följa regler samt att man nöjer sig med att uppfylla de minimikrav som formulerats istället för att ta bolagsstyrningsfrågorna på allvar.

Dessvärre har vi konstaterat att det finns en risk för att den självregleringsmodell som förespråkas i Europa framför den anglosaxiska lagstiftningsmodellen inte kommer att kunna upprätthållas då svenska företag kan känna sig tvingade att implementera och följa hårdare regler för att skapa och upprätthålla legitimitet internationellt.

## 8. Källförteckning

### 8.1 Litteratur

- Ahrne, G, Papakostas, A, Organisationer, samhälle och globalisering, Studentlitteratur, 2002, cit "Ahrne & Papakostas"
- Alvesson, M, Sköldberg, K, *Tolkning och reflektion: Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, Studentlitteratur, 1994, cit "Alvesson & Sköldberg"
- Anthony, R N, Govindarajan, V, *Management Control Systems*, McGraw-Hill, International edition, 2003, cit "Anthony & Govindarajan"
- Bergström, C, Samuelsson, P, "En svensk kod för bolagsstyrning", *Ekonomisk debatt*, 2004, nr 5, årgång 32, s 3 – 6
- Brodin, B, m fl, *Koncernchefen och ägarna*, EFI, 2000, cit "Brodin, et al"
- Carlsson, B, "Dyra och krångliga regler för ledningarna", *DN Ekonomi*, 2005-03-12

- Dees, J G, "Principals, Agents, and Ethics", *Ethics and Agency Theory: An Introduction*, Bowie, N E, Freeman, R E (red), Oxford University Press, 1992, s 25 – 58, cit "Dees"
- Deetz, S, *Transforming Communication, Transforming Business: Building Responsive and Responsible Workplaces*, Hampton Press, 1995, cit "Deetz"
- Dittmar, S, Wagner, L, "The Unexpected Benefits of Sarbanes-Oxley", *Harvard Business Review*, April 2006
- DiMaggio, P J, Powell, W W, "The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields", *American Sociological Review*, Vol 48, No 2, 1983, s 147 – 160, cit "DiMaggio & Powell"
- Eisenhardt, K M, "Agency Theory: An Assessment and Review", *Academy of Management Review*, 1989, Vol 14, No 1, s 57 – 74, cit "Eisenhardt"
- Friedman, M, "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits", *Ethical Issues in Business: A Philosophical Approach*, Donaldson, T, Werhane, P H (red), Prentice Hall, 1999, s 154 – 159, cit "Friedman"
- Frostling-Henningson, M, "Introspektion", *Kunskapande metoder inom samhällsvetenskapen*, Gustavsson, B (red), Studentlitteratur 2004, s 167 – 188.
- Ghoshal, S, "Bad Management Theories Are Destroying Good Management Practices", *Academy of Management Learning & Education*, 2005, Vol 4, No 1, s 75 – 91, cit "Ghoshal"
- Hatch, M J, *Organization Theory*, Oxford University Press, 1997, cit "Hatch"
- Hedlund, G, m fl, *Institutioner som aktieägare: förvaltare? industrialister? klippare?*, SNS, 1985, cit "Hedlund, et al"
- Marden, R, Edwards, R "The Sarbanes-Oxley Ax", *CPA Journal*, April 2005
- McCoubrey, H, White, N D, *Textbook on Jurisprudence*, Blackstone Press, 1993, cit "McCoubrey & White"
- Messier, W F, m fl, *Auditing & Assurance Services: A Systematic Approach*, McGraw-Hill, International edition, 2006, cit "Messier et al"
- Meyer, J W, Rowan, B, "Institutionalized Organisations: Formal Structure as Myth and Ceremony", *The American Journal of Sociology*, Vol 83, No 2, 1977, s 340 – 363, cit "Meyer & Rowan"
- Oliver, C, "Strategic Responses to Institutional Processes", *Academy of Management Review*, Vol 16, No 1, 1991, s 145 – 179, cit "Oliver"



- Koestenbaum, P, et al, "Integrating Sarbanes-Oxley, Leadership and Ethics", *The CPA Journal*, April 2005
- Lazonick, W, O'Sullivan, M "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, Volume 29, Number 1, February 2000, s 13 – 35, cit "Lazonick & O'Sullivan"
- Pfeffer J, Salancik, G R, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Stanford Business Classics, 2003, cit "Pfeffer & Salancik"
- Schmid, A A, *Conflict and Cooperation – Institutional and Behavioural Economics*, Blackwell Publishing, 2004, cit "Schmid"
- Stone, A, "SOX: Not So Bad After All?", *Business Week Online*, 2005-08-01
- Trost, J, *Kvalitativa intervjuer*, Studentlitteratur, 2005, cit "Trost"
- Zandstra, G, "Enron, board governance and moral failings", *Corporate Governance*, 2002, Vol. 2, No. 2, s 16 – 19

## 8.2 Offentligt tryck, rapporter, m m

- FTSE ISS Corporate Governance Rating and Index Series - Measuring the Impact of Corporate Governance on Global Portfolios*
- SOU 2004:46, *Svensk kod för bolagsstyrning – Förslag från Kodgruppen*
- SOU 1994:130, *Svensk kod för bolagsstyrning – Betänkande från Kodgruppen*
- Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle*, 2006-02-22
- Tillämpningsanvisning från Kollegiet för svensk bolagsstyrning*, 2006-09-05
- U.S. Sarbanes–Oxley Act of 2002
- U.S. Securities Act of 1933
- U.S. Securities Exchange Act of 1934
- Årsrapport från Kollegiet för svensk bolagsstyrning*, 2006

## 8.3 Internet

- Bolagsstyrningskollegiet: <http://www.bolagsstyrningskollegiet.se>
- OMX: <http://www.omx.se>
- European Corporate Governance Forum:  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/ecgforum/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/index_en.htm)

U.S. Securities and Exchange Commission: <http://www.sec.gov>

#### 8.4 Intervjuer

Intervju med koncernredovisningschef vid större svenskt företag noterat på Den Nordiska Börsens Large cap-lista, 2006-11-09

Intervju med kapitalförvaltare med ansvar för större svensk aktieportfölj, 2006-11-22

Intervju med styrelseordförande i bolag noterat på Nordic Growth Market, 2006-11-27

Intervju med koncernansvarig för compliance och riskbedömning och vid större svensk bank, 2006-12-05

Intervju med auktoriserad revisor och delägare i större svensk revisionsfirma med uppdrag i ett flertal marknadsnoterade bolag, 2006-12-06

---

- **Vilken är respondentens bakgrund, formell titel och nuvarande funktion?**
  - **Vilken erfarenhet har respondenten av skärpta regler på bolagsstyrningens område (SOX eller koden)?**
  - **Anser respondenten att skärpta regler på bolagsstyrningens område är bra eller dåligt?**
    - *Vad är anledningen till att det är bra/dåligt?*
    - *Konkreta exempel/erfarenheter som belyser detta?*
  - **Vilket syfte anser respondenten att skärpta regler på bolagsstyrningens område fyller?**
    - *Finns det aktörer/intressenter som kan knytas till eller gynnas av dessa?*
    - *Belysande exempel?*
  - **Hur ser respondentens grundsyn på företaget ut – vilka intressen bör företaget i första hand tjäna?**
    - *Hur ser det enligt respondenten ut i praktiken? Varför?*
  - **Anser respondenten att skärpta regler på bolagsstyrningens område är bra eller dåliga för dessa intressen?**
    - *Exempel på förändringar som följd av skärpta regler?*
    - *Kan vissa skärpningar vara bra och andra dåliga?*
  - **Är respondentens erfarenhet att företaget (som sådant) vill, eller inte vill, leva upp till de skärpta reglerna?**
  - **Vad gör enligt respondenten att företaget (som sådant) vill, eller inte vill, leva upp till de skärpta reglerna?**
    - *Skäl/orsaker till att man kanske vill men inte kan (anser sig kunna) leva upp till reglerna?*
    - *Gäller detta i så fall reglerna som helhet eller bara någon del av dem?*
  - **Är respondentens erfarenhet företagets medarbetare vill, eller inte vill, leva upp till de skärpta reglerna?**
  - **Vad gör enligt respondenten att företagets medarbetare vill, eller inte vill, leva upp till de skärpta reglerna?**
    - *Handlar det i så fall om enskilda medarbetare och/eller om grupp(eringar)?*
    - *Har dessa samma eller olika skäl/motiv till detta?*
  - **Vem eller vilka bör enligt respondenten ställa upp regler för bolagsstyrning?**
    - *Motivering?*
  - **Vilken betydelse har omständigheten att corporate governance etc överhuvudtaget diskuteras i organisationen (förutsatt att så är fallet)?**
    - *Vem/vad som dominerar i sådana fall "diskursen" (förutsättningar för lärande och förändring om man så vill eller innehållet i organisationskulturen) avseende inställningen till skärpta regler?*
-