



Handelshögskolan
VID GÖTEBORGS UNIVERSITET

Svensk kod för bolagsstyrning

- En undersökning om hur fyra fondförvaltare tar hänsyn till Koden vid investeringar och hur de får förtroende för de företag de investerar i.

Kandidatuppsats & Magisteruppsats i redovisning
Företagsekonomiska institutionen
Höstterminen 2007

Handledare: Inga-Lill Johansson
Författare: Jens Söderström 83
Lina Tesch 81
Johannes Vulkan 85

Förord

Vi vill passa på att tacka våra respondenter på Andra AP-fonden, Enter Kapital, Kaupthing och Simplicity som har tagit sig tid att besvara våra intervjufrågor och som funnits tillgängliga för kompletterande frågor.

Vi vill även tacka vår handledare Inga-Lill Johansson, Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet, som gett oss konstruktiv kritik under uppsatsens gång samt funnits tillgänglig vid frågor och funderingar.

Göteborg, Januari 2008

.....
Jens Söderström

.....
Lina Tesch

.....
Johannes Vulkan

Sammanfattning

Efter uppdagandet av oegentligheterna i exempelvis Skandia och Systembolaget har förtroendet för bolagsstyrningen i Sverige minskat. Till följd av detta sattes 2003 en kodgrupp samman för att komma tillrätta med förtroendeproblemet för svenskt näringsliv, vilket resulterade i att ramverket Svensk kod för bolagsstyrning presenterades i slutet av 2004. Syftet med detta ramverk är framförallt att förbättra bolagsstyrningen och därmed stärka förtroendet för svenska företag. Förtroende är en viktig faktor vid investeringar i företag, speciellt för institutionella investerare då de förvaltar betydande kapital. Då fondsparandet hos allmänheten ökat, har fondbolagens förvaltare fått en betydande roll då de investerar stora delar av den svenska befolkningens sparmedel.

Syftet med denna uppsats är att undersöka huruvida investeringsprocessen skiljer sig mellan olika fondbolag beroende på storlek och hur de tar hänsyn till om bolagen de investerar i följer Svensk kod för bolagsstyrning. Vidare undersöks vad som inger förtroende och hur detta förtroende byggs upp i de bolag fondförvaltare investerar i. Uppsatsen bygger på en kvalitativ undersökningsansats där fyra intervjuer med fondförvaltare på fondbolag av varierande storlek har genomförts. I den teoretiska referensramen beskrivs förtroendeteorin, agentteorin och informationsasymmetriteorin. Även en studie om institutionella investerare utförd av Hellman (2005) ingår i den teoretiska referensramen för att kunna göra jämförelser med det empiriska materialet inhämtat för denna uppsats.

I undersökningen framkommer det att investeringsprocessen skiljer sig åt mellan fondbolagen, det går det ej att dra slutsatsen att fondbolagets storlek skulle ha betydelse för hur investeringsprocessen ser ut. Vidare framkommer det att Svensk kod för bolagsstyrning inte är det första fondförvaltarna i undersökning tar hänsyn till vid investeringar. Synen på hur avvikelser från Svensk kod för bolagsstyrning hanteras samt hur de olika fondförvaltarna använder bolagsstyrningsrapporten i sitt arbete skiljer sig mellan dem. Denna undersökning kommer även fram till att det är ledningen, i de bolag fondförvaltare investerar i, som inger förtroende. Detta förtroende byggs upp genom kontinuerliga företagsbesök och det kan konstateras att Svensk kod för bolagsstyrning inte i någon större utsträckning ligger till grund för förtroendeskapandet utan detta sker genom att ledningen infriar vad de sagt vid tidigare företagsbesök.

Abstract

Since the disclosure of irregularities in Swedish companies like Skandia and Systembolaget, the trust in corporate governance has decreased. Due to these irregularities a code group was founded in 2003 to address this issue. Their work resulted in the framework Swedish code of corporate governance which was presented at the end of 2004. The purpose of this framework is to improve corporate governance and thereby strengthen the confidence in Swedish companies. Confidence is an important factor when it comes to investments, especially for institutional investors as they manage a considerable amount of capital. Fund managers have gained a more important role since the saving in mutual funds among the public has increased.

The purpose of this thesis is to examine how the investment process differs between mutual funds of different size and whether they take into consideration if the companies they invest in comply with the Swedish code of corporate governance. Furthermore this thesis will focus on what gives fund managers trust in the companies they invest in. This thesis is built on a qualitative method based on personal interviews with fund managers of four various-sized mutual funds. The theoretical frame of reference consists of the following theories; theory of trust, agent theory and asymmetric information theory. Also included in this thesis is a study of institutional investors made by Hellman (2005) in order to be able to make comparisons with the empirical data.

The study shows that the investment process differs between the fund managers and that the size of the mutual fund does not matter in the investment process. The Swedish code of corporate governance is not something that the fund managers take into major consideration when investing in companies. Furthermore the view on deviations from the Swedish code of corporate governance varies between the different fund managers, which is also the case when it comes to how the fund managers use the corporate governance report in their work. This thesis also concludes that it is the management who infuses trust in the companies in which the fund managers invest. This trust originates from on-going meetings with the management and it can be concluded that the trust in the management is not based on the Swedish code of corporate governance but on the fact that the management follows through on their commitment from previous meetings with the fund managers.

Innehållsförteckning

| | |
|--|---------------|
| 1 Inledning | - 1 - |
| 1.1 Bakgrund | - 1 - |
| 1.2 Problemdiskussion | - 3 - |
| 1.3 Problemformulering | - 4 - |
| 1.4 Syfte | - 4 - |
| 1.5 Avgränsning | - 5 - |
| 1.6 Disposition | - 6 - |
| 2 Metod | - 7 - |
| 2.1 Val av uppsatsämne | - 7 - |
| 2.2 Förklaringsansats | - 7 - |
| 2.3 Undersökningsmetod | - 8 - |
| 2.4 Datainsamling | - 9 - |
| 2.5 Ideografiskt tänkande | - 11 - |
| 2.6 Trovärdighet | - 12 - |
| 2.7 Källkritik | - 14 - |
| 3 Teoretisk referensram | - 16 - |
| 3.1 Förtroende | - 16 - |
| 3.1.1 Hur förtroende skiljer sig från liknande begrepp | - 19 - |
| 3.1.2 Kännetecknande faktorer hos en förtroendetagare | - 20 - |
| 3.1.3 Förtroendeingivande företag | - 21 - |
| 3.1.4 Relationen mellan förtroende och information | - 22 - |
| 3.2 Institutionella investerare | - 23 - |
| 3.3 Agentteorin | - 26 - |
| 3.4 Informationsasymmetri | - 27 - |
| 3.5 Uppsummering av teorin | - 27 - |
| 4 Inledande empiri | - 29 - |
| 4.1 Fondmarknadens utveckling och fonder | - 29 - |
| 4.2 Svensk kod för bolagsstyrning | - 30 - |
| 5 Empiri | - 33 - |
| 5.1 Presentation av fondförvaltarna | - 33 - |
| 5.1.1 Andra AP-fonden | - 33 - |
| 5.1.2 Enter Kapital | - 34 - |
| 5.1.3 Kaupthing Bank | - 34 - |
| 5.1.4 Simplicity | - 35 - |

| | |
|-------------------------------------|---------------|
| 5.2 Intervjuerna | - 35 - |
| 5.2.1 Investeringsprocessen | - 35 - |
| 5.2.2 Svensk kod för bolagsstyrning | - 37 - |
| 5.2.3 Förtroende | - 40 - |
| 6 Analys | - 44 - |
| 6.1 Investeringsprocessen | - 44 - |
| 6.2 Svensk kod för bolagsstyrning | - 45 - |
| 6.3 Förtroende | - 47 - |
| 7 Slutsats och diskussion | - 50 - |
| 7.1 Slutsats | - 50 - |
| 7.2 Vidare studier | - 51 - |
| 7.3 Begränsningar i undersökningen | - 52 - |
| Referenser | - 53 - |
| Tryckta källor | - 53 - |
| Elektroniska källor | - 55 - |
| Respondenter | - 56 - |

Figurförteckning

| | |
|--|--------|
| Figur 1.1 Dispositionsmodell, för att ge en överblick över uppsatsens struktur | - 6 - |
| Figur 3.1 Invers U-formade relationen mellan förtroende och information | - 23 - |

Bilagor

Bilaga 1. Intervjuguide

1 Inledning

I detta inledande kapitel förklaras först de bakomliggande faktorerna som har bidragit till den omfattande debatten kring bolagsstyrning, vidare presenteras inledande fakta om Svensk kod för bolagsstyrning och dess bakgrund. Detta för sedan diskussionen vidare in på den problemformulering uppsatsen är tänkt att svara på samt syftet med uppsatsen. Kapitlet tar även upp avgränsningar för att avslutas med en disposition.

1.1 Bakgrund

Efter uppdagandet av oegentligheterna hos Enron och WorldCom i USA samt Skandia och Systembolaget i Sverige har förtroendet för bolagsstyrning minskat. Detta har grundats på bland annat otillräcklig insyn i företag och på ökade ersättningsnivåer till företagsledare. Till följd av bland annat Enron och WorldCom stiftades år 2002 en lag i USA vid namn Sarbanes-Oxley Act (fortsättningsvis SOX). Denna lag innehåller bestämmelser över hur ett bolag ska styras samt hur investerarens intresse i företag ska skyddas från redovisningsbedrägeri (Spurzem, 2007). Förtroendekommissionen fick år 2002 uppdraget att sammanställa och analysera vad som krävs för att få tillbaka förtroendet för svenskt näringsliv. Grundläggande i ett samhälle är förtroende, eftersom det framförallt behövs i näringslivet för att kunna locka till sig medarbetare och kapital. Bristande förtroende leder till ökade kostnader för företag och en sämre fungerande marknad, vilket kan leda till försämrad tillväxt och försämrad levnadsstandard för befolkningen (SOU 2004:47).

Bolagsstyrning, på engelska benämnt *corporate governance*, handlar om hur ett företag ska styras för att uppfylla ägarnas avkastningskrav på det investerade kapitalet, vilket bidrar till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt (SOU 2004:130). Bolagsstyrning, som är ett relativt nytt begrepp, har lett till att regelsamlingar eller så kallade koder för bolagsstyrning har tagits fram i ett flertal länder. I Sverige sattes en kodgrupp samman oktober 2003 och i december 2004 presenterade gruppen ramverket *Svensk kod för bolagsstyrning* (fortsättningsvis Koden) (SOU 2004:46). Koden bygger på den svenska aktiebolagslagen (1975:1385) som det senaste decenniet omarbetats och moderniserats vilket gjort att den täckt upp mycket av det som behandlas i andra länders koder. Orsaken till Kodens uppkomst berodde inte på avsaknad av regler inom området utan på en begäran från

Inledning

Förtroendekommissionen att göra en heltäckande sammanställning av de befintliga reglerna, en sammanställning som kan anses vara god svensk sed för bolagsstyrning. (SOU 2004:130).

Koden stödjer en självreglering inom det svenska näringslivet genom att tillämpa principen följ eller förklara. Denna princip tillåter bolag att avvika från riktlinjerna i Koden och ger bolagen utrymme för flexibilitet (Baldvinsdottir & Johansson, 2006). Avvikelserna från Koden måste dock förklaras i bolagsstyrningsrapporten som är en del av årsredovisningen. (SOU 2004:130) Vidare skriver Baldvinsdottir & Johansson (2006) att riktlinjerna i Koden är riktade mot styrelse och ägare och detta gör att Koden kommer i kontakt med både den direkta och indirekta styrningen av bolagen. Dessa riktlinjer är även riktade till revisorerna och verkställande direktör.

Syftet med Koden är framförallt att förbättra bolagsstyrningen i svenska företag. Trots att den idag endast riktar sig mot större noterade bolag på Stockholmsbörsen ska den fungera som en förebild för andra bolag och dess bolagsstyrning. Koden ska stärka förtroendet för kapitalmarknaden samt främja konkurrenskraften och effektiviteten i det svenska näringslivet. (Gomez, 2006). Ett annat syfte är att höja förtroendet för och kunskapen om det svenska näringslivet och svensk bolagsstyrning för att även kunna locka utländska investerare till Sverige (SOU 2004:130).

Att det endast förekommer lagstadgade regler och restriktioner är inte tillräckligt, utan det är viktigt att det finns förtroende mellan personer i allmänhet och mellan aktörer på marknaden i synnerhet. Detta förtroende gör det möjligt att utgå från lagar och sedan komplettera med praxis. Praxis är det sedvanliga tillvägagångssättet att utföra saker på. Förtroende uppkommer normalt i situationer där det går att lita på att lagar och regler följs, samt när andra parter har vilja att fullfölja skriftliga och muntliga överenskommelser. När dessa värderingar dominerar i ett samhälle talas det om socialt kapital vilket är en av anledningarna till att Västvärlden och delar av Asien har ekonomisk tillväxt och ett högt ekonomiskt välstånd. Socialt kapital kan definieras som någonting som uppkommer i ett samhälle där det råder förtroende (SOU 2004:47).

Näringslivet och staten kan för att åtgärda förtroendeproblemet ta hjälp av förtroendeforskningen som hävdar att vissa karaktärsdrag hos personer krävs för att de ska

Inledning

inge förtroende (Baldvinsdottir & Johansson, 2006). Det uppdagade förtroendeproblemet får även betydelse för fondsparare då allt fler hushåll har börjat spara i fonder samtidigt som ungefär sex miljoner av den svenska befolkningen placerar sin statliga pension i fonder. Att spara i fonder har på senare år även kommit att ersätta det traditionella banksparandet. En orsak till att fondsparandet ökat i omfattning har att göra med att det blivit lättare att fondspara. Ett annat skäl är den positiva kursutvecklingen sedan 1990-talet på världens marknader (SOU 2002:56).

1.2 Problemdiskussion

Diskussioner angående förtroende har varit aktuella så länge affärsverksamhet har existerat. Under de senaste tio åren har förtroendet för storföretag försämrats, medan förtroendet för banker har återhämtat sig från bankkrisen på 1990-talet. Undersökningar angående detta har pekat ut banker som de mest förtroendeingivande medan storföretag, börsmäklare och fondförvaltare hamnar längst ner på listan. I stort ligger Sverige bra till på listan över länder med högst förtroende och klassas som ett av de länder med minst korruption. Det som karakteriserar ett dåligt förtroende i Sverige på allmän nivå är bland annat bristande ersättnings- och lönesystem men även dålig kontroll över företagen och misskötsel av verksamheter. Andra orsaker kan vara felaktig eller missvisande information och nyttjande av ekonomiska positioner. Trots detta kom förtroendekommissionen fram till att det i Sverige inte råder allt för stor förtroendebrist i förhållande till andra länder (SOU 2004:47).

Den fråga som varit mest debatterad i Sverige är ersättningar till företagsledare vilket orsakat det minskade förtroendet för bolagsstyrning. Detta tar Koden upp och här beskrivs att det är styrelsen som ger förslag på ersättningsprogram och förmåner i olika former för bolagsledningen som senare godkänns av stämman (SOU 2004:130). Detta är ett exempel på hur Koden syftar till att öka förtroendet för bolagsstyrningen hos de börsnoterade företagen i Sverige för att investerare ska kunna försäkra sig om att bolaget styrs på ett korrekt sätt och att riskerna vid investeringar minskar. Dock finns det personer i Sverige som inte tror att Koden är en lösning på dessa problem (Gomez, 2006). Snart efter det att Koden presenterades konstaterades det att den var ”*tandlös*” då bolags förhållanden till omvärlden inte regleras i Koden (Baldvinsdottir & Johansson, 2006).

Inledning

Risken finns att ett fondbolag inte verkar för fondandelsägarnas bästa utan istället väljer att gynna fondbolagets aktieägare på fondandelsägarnas bekostnad (SOU 2002:56). Enligt Hellman (2005) finns det även intressekonflikter mellan fondbolag och fondandelsägare som uppkommer då fondbolaget å ena sidan ska agera som en aktiv ägare men å andra sidan agera i fondandelsägarnas bästa intresse.

Efter oegentligheterna i Sverige minskade förtroendet för bolagsstyrningen. I och med införandet av Koden ska förtroendet för svenskt näringsliv återställas. Förtroende tar lång tid att bygga upp och det kräver mycket möda att upprätthålla och kan raseras över en natt. Förtroende är således ömtåligt och kräver oavbrutet underhåll (Gomez, 2006).

Förtroende är en viktig faktor vid investeringar i företag, speciellt för institutionella investerare då de förvaltar betydande kapital. Då fondsparandet har ökat har fondförvaltare fått en viktig roll eftersom de investerar stora delar av den svenska befolkningens sparmedel. Fondbolag bör därför ha förtroende för de företag de investerar i för att de i sin tur ska få förtroende från allmänheten.

1.3 Problemformulering

Hur ser investeringsprocessen ut för fondbolagen och skiljer sig processen åt beroende på fondbolagens storlek?

Hur tar fondförvaltare vid investeringar hänsyn till om de noterade bolagen följer Svensk kod för bolagsstyrning?

Vad inger förtroende i de bolag fondförvaltare investerar i och hur byggs detta förtroende upp?

1.4 Syfte

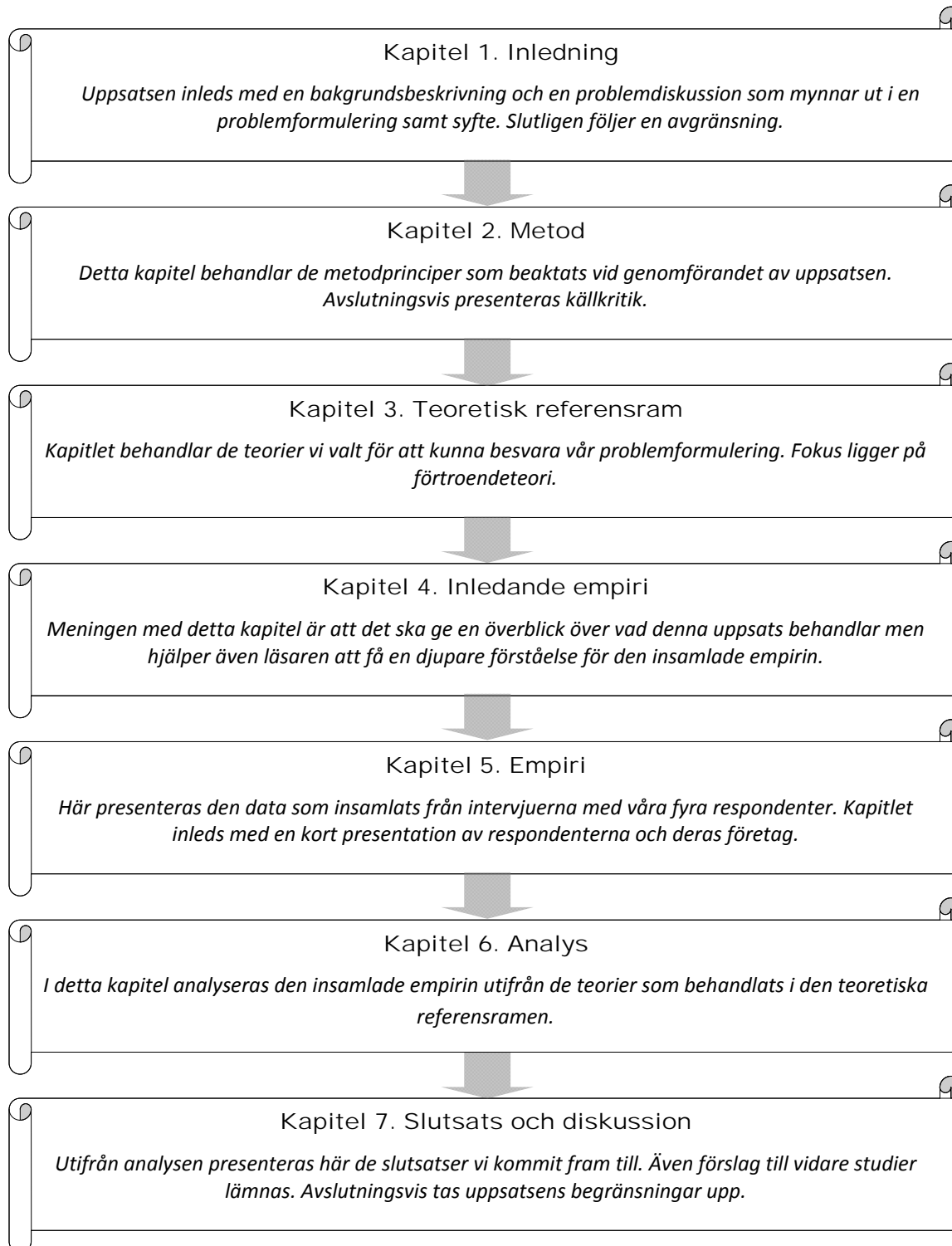
Syftet med vår uppsats är att undersöka huruvida investeringsprocessen skiljer sig mellan olika fondbolag beroende på storlek och hur de tar hänsyn till om bolagen de investerar i följer Koden. I syftet ingår även att undersöka vad som inger förtroende och hur det byggs upp i de bolag fondförvaltare investerar i.

1.5 Avgränsning

Då förtroendet på och för marknaden finns mellan alla parter som agerar där har vi valt att avgränsa denna undersökning till förtroendet mellan fondförvaltare och de bolag förvaltaren investerar i. Denna uppsats kommer även avgränsas till att undersöka ett större och tre mindre fondbolag. Uppsatsen har inte som syfte att ge förslag till hur förtroendet ytterligare kan stärkas.

1.6 Disposition

Figur 1.1 Dispositionsmodell, för att ge en överblick över uppsatsens struktur



2 Metod

I detta kapitel behandlas de metodval som har valts vid genomförandet av uppsatsen. Vidare redogör vi på vilket sätt vi har samlat in data för att uppfylla informationsbehovet och besvara problemformuleringen. Utöver det kommer vi att ha en diskussion om undersökningens trovärdighet. Kapitlet avslutas med källkritik.

2.1 Val av uppsatsämne

Vi inledde vårt uppsatsarbete med att läsa igenom gamla uppsatser som skrivits inom området för Svensk kod för bolagsstyrning. Vi gick även igenom Kodgruppens betänkande samt den slutgiltiga utredningen av Koden. Kontentan av detta var att vi fick en klarare bild över området vilket genererade idéer om vad som skulle kunna undersökas djupare. Ett flertal uppsatser behandlar Koden ur olika synvinklar och vi fann det intressant att följa upp ett av Kodens syften, att stärka förtroendet för svenskt näringsliv. Ett perspektiv som inte ingående har studerats är hur fondbolagens förvaltare tar hänsyn till om de företag som de investerar i följer Koden och hur de ställer sig till om den följs eller inte vid investeringsbeslut. Fondsparandet har ökat under senaste åren (Fondbolagens förening, 2006) och påverkar via pensionssystemet nästintill hela den svenska befolkningen vilket gjorde ämnesområdet aktuellt och intresseväckande.

2.2 Förklaringsansats

Inom allt vetenskapligt arbete är ett centralt problem hur teori och verklighet ska relateras till varandra (Patel & Davidson, 1994). Vad gäller förklaringsansatser kan en distinktion göras mellan induktion och deduktion. Den induktiva ansatsen utgår från en mängd enskilda fall och det samband som observeras i samtliga fall anses vara generellt giltigt. Ansatsen är riskfylld då den utifrån en samling isolerade iakttagelser skapar en allmän sanning. En deduktiv ansats utgår istället från generella regler som förklarar ett visst enskilt fall som är av intresse. Dessa två ansatser betraktas vanligtvis som uteslutande alternativ men det är samtidigt svårt att placera all forskning inom endera kategorin (Alvesson & Sköldberg, 1994).

Alvesson & Sköldberg (1994) talar istället om abduktion som är den metod som i verkligheten används vid många fallstudiebaserade undersökningar. Denna metod innebär att ett enskilt fall tolkas med ett förmodat generellt mönster som om det vore korrekt och att detta

Metod

förklarar fallet i fråga. Metoden blir då en kombination av den induktiva och deduktiva ansatsen samtidigt som den tillför ett nytt moment. Under processens gång utvecklas dels det empiriska användningsområdet stegvis, dels korrigeras och förfinas även teorin, det vill säga det förmodade generella mönstret. Vad som skiljer abduktion från de andra två ansatserna är att den inbegriper förståelse, eftersom abduktion går in på djupet till skillnad från induktion och deduktion.

Induktion utgår från empiri och deduktion från teori. Likt induktion utgår abduktion från empirisk fakta men avfärdar inte teorier och ligger därmed närmare den deduktiva förklaringsansatsen. Analysen av empirin kan i högsta grad kombineras med studier av tidigare teori. Fördelen med abduktion är att teorin och empirin kan påverka varandra varvid båda stegvis omtolkas i skenet av varandra. I jämförelse med abduktion framstår enligt Alvesson & Sköldberg (1994) de andra två förklaringsansatserna som ensidiga och orealistiska med hur forskning i realiteten bedrivs. Abduktion går därmed ut på att utnyttja existerande kunskap och referensramar och utifrån dessa finna teoretiska mönster som på ett giltigt sätt förklarar de empiriska mönstren i ett enskilt fall (Alvesson & Sköldberg, 1994).

I denna undersökning har vi använt oss av befintliga teorier och med hjälp av dessa har vi sedan analyserat det empiriska materialet för att hitta mönster hos fondbolagen som kan förklaras utifrån de valda teorierna. Under uppsatsens gång har den teoretiska referensramen med hjälp av den insamlade empirin successivt korrigerats och förfinats för att kunna förklara empirin på ett bättre sätt. Vi har även haft som målsättning att få förståelse för fallets helhet och därmed arbetat parallellt med teori och empiri och låtit dem påverka varandra enligt den abduktiva förklaringsansatsen. Fördelen med abduktion är att vi inte låser oss vid teorier utan kan arbeta förutsättningslöst, vilket medfört att vi på ett objektivet sätt fullföljt uppsatsen.

2.3 Undersökningsmetod

Vid undersökningar samlas, analyseras, tolkas samt presenteras data. Detta kan utföras på två huvudsakliga sätt som skiljer sig åt vad gäller form och karaktär. En undersökning kan innehålla kvantitativ eller kvalitativ data, det kan även förekomma en kombination av de båda. Vid kvantitativa undersökningar används statistiska metoder. En kvalitativ undersökning föredras när djupare kunskap och förståelse är önskvärt att erhållas.

Metod

Tillvägagångssättet används när helhetsförståelsen är viktigare än delarna och syftet är att tolka och förstå de ord, texter, symboler och handlingar som studeras (Christensen, 2001).

Denna uppsats har en kvalitativ ansats och är avgränsad till ett fåtal fondbolag då vi ämnar att erhålla mycket information för att nå djupare förståelse och kunskap och därmed kunna besvara problemformuleringen. Den kvalitativa undersökningsmetoden är även lämplig då vi inte har för avsikt att dra statistiskt säkerställda slutsatser.

2.4 Datainsamling

Vid en empirisk undersökning sker informationsinsamling för att kunna besvara den formulerade problemställningen (Svenning, 1996). Insamlingen sker vanligtvis i två steg och inledningsvis används redan befintlig data för att öka förståelsen och få en helhetsbild av problemområdet. Den information som redan är tillgänglig kallas för sekundärdata. Vanligtvis är den sekundära informationen inte tillräcklig för att besvara problemformuleringen, vilket innebär att en egen undersökning måste göras för att samla in mer information. Den typ av data som på egen hand samlas in specifikt för undersökningen kallas primärdata (Christensen, 2001).

En avgörande del för undersökningen är urvalet av undersökningsspersoner. Om urvalet omfattar fel personer kan undersökningens syfte bli lidande och materialet oanvändbart i förhållande till problemformuleringen. Till en kvalitativ intervju sker inte urvalet av undersökningssperson slumpmässigt då metodens syfte är att åstadkomma djupare förståelse för det som studeras. För att öka informationsinnehållet i undersökningen bör de personer som väljs ut ha den kunskap som forskaren avser att undersöka (Holme & Solvang, 1997).

Varken känslor, tankar eller avsikter kan observeras menar Merriam (1994). Vidare hävdar Merriam (1994) att det inte heller är möjligt att observera handlingar som skett för länge sedan och som inte kommer att upprepas. Det är vidare inte möjligt att observera hur människor skapat mening i världen och vilka konsekvenser det medfört i realiteten. Dessa företeelser kan endast besvaras genom att fråga människor om dem. Syftet med intervjuer är således att inta en annan människas perspektiv och se hur de tolkar sin omgivning

Metod

Kommunikation kan ske på olika sätt, exempelvis genom personliga besöksintervjuer och telefonintervjuer (Patel & Davidson, 1994). Fördelen med personliga besöksintervjuer och telefonintervjuer är att komplicerade frågor kan ställas till respondenten, speciellt om intervjupersonen fått frågorna i förväg och därmed getts möjlighet att förbereda sig. Vid båda intervjuformer ges även möjlighet att ställa följdfrågor. Genom personliga intervjuer kan även respondentens kroppsspråk studeras och ytterligare nyanser i svaren utläsas. Ansiktsuttryck kan säga mer än orden och detta kan ge en indikation på om respondenten är sanningsenlig. Genom att närvara vid en intervju ges även möjlighet att se om vederbörande besitter kunskap inom området eller läser innantill. Nackdelen med personliga besöksintervjuer är att det kan vara svårt att ställa känsliga frågor då det inte råder anonymitet mellan respondenten och de som utför undersökning. Telefonintervjuer är det tillgängligaste sätt som kan ske snabbast och är ett kostnadseffektivt alternativ (Wiedersheim-Paul & Eriksson, 1997). Nackdelen med denna form är enligt Holme & Solvang (1997) att intervjuaren inte ser respondenten och därmed går miste om ansiktsuttryck och kroppsspråk, vilket medför risk för missförstånd.

Initialt bestod vår datainsamling av sekundärdata som hämtades via sökningar på internet med hjälp av *Google Scholar*, *Business Source Premier* samt *Science Direct*. De mest frekventa sökorden var: ”svensk kod”, ”svensk kod för bolagsstyrning”, ”theory of trust”, samt ”trust” i kombination med ”fund” och ”investor”. För att inhämta ytterligare information om Koden samt fonder och fondförvaltning använde vi den svenska versionen av Google.

Inom problemområdet för uppsatsen var den redan befintliga informationen begränsad vilket resulterade i att primärdata behövde inhämtas för att erhålla nödvändig information. Utgångspunkten för att finna fondförvaltare till undersökningen var Finansinspektionens (2007a) lista över företag som har tillstånd att bedriva fondförvaltning. De fondbolag som var av intresse för vår undersökning var de som investerar i bolag som omfattas av Koden. I praktiken omfattar det fondbolag som investerar i företag på Stockholmsbörsens *Large Cap* och till viss del även *Mid Cap*, med ett börsvärde överstigande 3 miljarder kronor (Svenska Bankföreningen, 2007). För att avgöra huruvida fondbolagen investerade i dessa bolag studerade vi kvartalsrapporter för fonderna, där det går att utläsa vilka bolag fonden har innehav i.

Metod

Initialt skedde urvalet av fondbolag utifrån en geografisk begränsning hänförlig till Västra Götalandsregionen. Direkt kunde det konstateras att antalet fondbolag i regionen var få och endast ett fåtal fondbolag som matchade vår kravprofil var placerade i området. Vi insåg då att det fanns en risk med att begränsa oss till Västra Götalandsregionen eftersom sannolikheten att få de nödvändiga intervjuerna var låg då majoriteten av fondbolagen är placerade i Stockholm. För att försäkra oss om att få möten med fondförvaltare utvidgade vi vår sökning till Stockholmsregionen. Sökandet resulterade i att vi blev hänvisade vidare till fondförvaltare som var insatta i Koden. Via e-post kontaktades dessa personer för att boka in intervjuer. Utfallet blev två besöksintervjuer i Västra Götaland samt två telefonintervjuer med fondförvaltare i Stockholm. Av de fyra respondenterna kom en från ett större fondbolag medan de övriga tre var verksamma på mindre fondbolag.

Efter att intervjuerna blivit datumfastställda utformade vi en intervjuguide med frågor som utgick från vår problemformulering och den teoretiska referensramen. Frågorna skickades sedan till respondenterna innan intervjutillfället för att ge dem möjlighet att läsa igenom frågorna och förbereda sina svar. Tanken med detta tillvägagångssätt var att ge respondenten möjlighet att inhämta information nödvändig för att kunna besvara frågorna. Vårt val att i förväg sända frågorna till respondenterna kan även vara negativt, då det ger respondenten möjlighet att tänka igenom konsekvenserna av svaren på frågorna och låta detta genomsyra informationen de ger.

Vid intervjutillfällena använde vi oss av digital inspelning för att i efterhand ha möjlighet att lyssna igenom respondenternas svar. Detta minskar risken för att väsentlig information går förlorad samt ger oss möjlighet att på ett korrekt sätt återge vad som sagts. Efter att ha lyssnat igenom intervjuerna och renskrivit dem skickades de tillbaka till de respondenter som hade intresse av att godkänna vår tolkning av intervjun, vilket sedan blev grunden till empirin. En negativ aspekt med att spela in intervjuerna är att respondenterna kan känna sig pressade och svaren kan då bli vilseledande. Dock anser vi att fördelarna med att spela in intervjuerna överväger nackdelarna.

2.5 Ideografiskt tänkande

Ideografiskt tänkande handlar om att beskriva eller återge det säregna, medan nomotetiskt tänkande innebär att fastställa lagar. Den tyska filosofen Wilhelm Windelband hävdade att

Metod

humanvetenskaperna är ideografiska då de beskriver historiska händelser utifrån sin särprägel till skillnad mot naturvetenskaperna som är nomotetiska då de söker efter allmänna lagar. Det ideografiska förhållningssättet producerar empirisk fakta men gör det svårt att utveckla teorier, lagar och kausala samband då det handlar om att förstå ett specifikt fall. Tvärtom genererar det nomotetiska förhållningssättet teorier, lagar och statistiska samband men har svårigheten att säga något om ett specifikt fall (Schürer, 2007).

Företagsekonomin har till viss del sina rötter i nationalekonomin som starkt influerats av naturvetenskap, vilket gjort att även företagsekonomin påverkats av ett nomotetiskt tänkande som reducerar företag till att vara likadana. Detta har inneburit att företagsekonomin ofta har en strävan att utveckla generella teorier som gäller alla företag. Ideografisk företagsekonomi utgår istället från att företag är olika och unika, främst beroende på att de består av människor som kan påverka samt att företag består av ett stort antal delar och dimensioner. Antagandet om att företag är olika och unika påverkar även föreställningarna kring en grupp företag som en bransch eller en marknad. Då företag inte har samma egenskaper, mål, processer med mera leder det i förlängningen till att en grupp företag inte heller är en homogen samling. Enligt den ideografiska företagsekonomin kommer därför tidigare nämnda samling av företag bestå av enskilda aktörer, det vill säga en heterogen grupp företag (Schürer, 2007).

Denna uppsats har uppmärksammat antaganden från professor Thomas Polesie som utgår från att företag till viss del är olika och unika, antaganden som ligger nära ett ideografiskt tänkande (Polesie, 1991). Polesies antagande skiljer sig därmed mycket från annan företagsekonomi som istället utgår ifrån att företag är likadana. Det ideografiska tänkandet ligger till grund för vår uppsats och genom att utgå från att fondbolagen är olika och unika är inte vårt syfte att dra några generella slutsatser om branschen i helhet utan att återge det säregna hos fyra olika fondbolag och se på skillnader.

2.6 Trovärdighet

Det viktigaste kravet på ett mätinstrument är validitet (Wiedersheim-Paul & Eriksson, 1997). Validitet är till vilken grad undersökningen faktiskt lyckas mäta vad den avser att mäta. Centralt för validitet är trovärdighet, det vill säga hur väl undersökningen och resultatet överensstämmer med verkligheten, vilket definieras som intern validitet. Validitet handlar även om graden av generaliserbarhet och detta definieras som extern validitet (Merriam,

Metod

1994). Den kvalitativa analysen baseras ofta på data från ett fåtal strategiskt utvalda enheter eller fall. Detta gör att det inte är möjligt att hävda att undersökningen har statistisk representativitet (Christensen, 2001). En kvalitativ studie tyder dock inte på okunskap utan de krav som en kvalitativ studie ställer på en persons intellekt och känslor är mer krävande än när det gäller någon annan forskningsstrategi enligt Yin (1984). Merriam (1994) menar på att inom kvalitativ forskning är verkligheten holistisk, flerdimensionell och i ständig förändring. Detta innebär att det inte existerar några fasta och objektiva företeelser som väntar på att upptäckas, observeras och mätas. Att jämföra till vilken grad överensstämmelse råder mellan den insamlade informationen och verkligheten varifrån den hämtats är därför ett otillräckligt sätt att bedöma validitet.

För att uppnå hög reliabilitet bör metoden för undersökningen vara oberoende av undersökare. Begreppet reliabilitet är problematiskt då det handlar om till vilken grad en undersökning och dess resultat kan upprepas om studien sker på ett identiskt sätt. Kvalitativ data framställs genom interaktion mellan människor i ett specifikt sammanhang. Det finns inga fasta referenspunkter att utgå ifrån för att upprepade gånger mäta en företeelse då det finns många olika tolkningar av vad som sker. Då kontexten är föränderlig är det omöjligt att samla in identisk data för undersökning som sedan kan mätas på exakt samma sätt. Ytterligare ett problem är att mätinstrumentet och undersökaren är samma person vilket innebär att reliabilitetsbegreppet endast kan vara kopplad till den specifika undersökaren. Vid kvalitativ analys blir därmed det traditionella reliabilitetsbegreppet irrelevant för att fastställa värdet av analysen. Trots detta ska inte tidigare undersökningar misskrediteras (Wiedersheim-Paul & Eriksson, 1997).

Genom att i ett tidigt skede försöka hitta relevant litteratur utifrån uppsatsens problemområde var avsikten att öka vår kunskap för att senare kunna utforma en intervjuguide med precision, för att försäkra hög validitet i undersökningen. För att frågorna skulle ge uttömmande svar var de av öppen karaktär. Genom att minst två av författarna närvarade vid de två personliga intervjuerna anser vi att risken för att ha gått miste om respondentens gester och kroppsspråk är låg. Även respondenternas granskning och godkännande av de renskrivna intervjuerna bidrar till minskat missförstånd. Med kunskap inom problemområdet ansåg vi att risken för feltolkningar under intervjuerna minskade, detta gav oss också möjlighet att ifrågasätta oklarheter i respondenternas svar. Fördelen med kunskap inom området är att respondentens

Metod

svar kan leda till följdfrågor. En helt neutral bild kan inte erhållas då en kvalitativ undersökning bygger på människors olika uppfattningar och subjektiva åsikter. För att kunna besvara problemformuleringen krävs även information hämtad från sekundära källor. Genom att i så stor utsträckning som möjligt använda vetenskapliga artiklar hämtade från *Science Direct*, *Business Source Premier* och *Google Scholar* strävar vi efter att öka undersökningens trovärdighet.

2.7 Källkritik

Vid utvärdering av källor är det av betydelse att ta hänsyn till fyra olika kriterier. De kriterier som ska beaktas är äkthetskriteriet, tidskriteriet, beroendekriteriet samt tendenskriteriet. Äkthetskriteriet innebär att källan inte ska vara förfalskad utan är vad den utger sig för att vara. Med tidskriteriet menas att trovärdigheten i en källa är högre ju mer samtida den är. Beroendekriteriet innebär att en källa inte ska vara påverkad av utomstående personer, utan den ska vara oberoende för att vara trovärdig. För att en källa ska vara trovärdig krävs det att den kan bekräftas av minst två av varandra oberoende källor. Källor som misstänks vara beroende bör ifrågasättas. Slutligen bör hänsyn tas till tendenskriteriet som innebär att den informationsspridande personen är subjektiv. Detta kan skapa misstanke om att källan är partisk och ger en falsk bild av verkligheten då det egna intresset går före sanningen (Thurén, 1997).

Genom att beakta de ovanstående källkritiska aspekterna har vi genomgående under hela uppsatsskrivandet haft ett kritiskt förhållningssätt till alla källor och försökt få dem bekräftade på annat håll. Vår avsikt var även att hitta ursprungskällorna till artiklarna vi refererat till för att i så stor utsträckning som möjligt undvika tolkningar. Då denna uppsats undersöker ett område som är relativt nytt bör tidskriteriet inte vara något direkt problem, då de källor som behandlar Koden av naturliga skäl är författade de senaste åren. Hellmans studie om institutionella investerare som ingår i den teoretiska referensramen är också nyligen utförd. Det bör uppmärksammas att vissa av de källor som ligger till grund för den teoretiska referensramen publicerades för ett antal år sedan. Dock anser vi ändå att dessa källor är applicerbara på vår undersökning. Vad gäller artikelförfattarnas bakomliggande orsaker har vi beaktat detta genom att hela tiden granska källorna kritiskt då vissa källor kan anses färgade. Vi fokuserade på att finna aktuell information för att kunna avbilda verkligheten som den ser ut idag. Det kan vara av betydelse att reflektera över om den information som erhållits vid

Metod

intervjuerna är trovärdig och neutral. Då vi inte anser att frågorna är av känslig natur ser vi ingen risk att svaren skulle vara missvisande.

3 Teoretisk referensram

Kapitlet behandlar de teorier vi valt för att kunna besvara vår problemformulering. Dessa teorier används senare vid analysen av empirin. De teorier som beskrivs är förtroendeteori, agentteori samt informationsasymmetriteorin. Även en undersökning om institutionella investerare gjord av Niclas Hellman presenteras. Fokus läggs på förtroendeteorin, men även agentteori samt informationsasymmetriteori är relevant och presenteras kort. Kapitlet avslutas med en uppsummering av teorin.

3.1 Förtroende

Mycket av affärsforskning kring förtroende har sina rötter inom filosofi, ekonomi eller social psykologi. Förtroende har identifierats som viktigt och har influerat sådant som kapitalinvesteringar, relationsmarknadsföring, lärande och samarbete. Det är en av de grundläggande byggstenarna i många mänskliga interaktioner. Trots detta har filosofer inte skrivit särskilt mycket om förtroende och stora tänkare som Platon och Aristoteles har endast berört detta indirekt och underförstått när de diskuterar samarbete, vänskap och fördelen med att vara människa. Forskare inom socialpsykologi har närmat sig begreppet och likställer förtroende med en omedveten känsla, i likhet med kärlek (Blomqvist, 1997).

Enligt Blomqvist (1997) har ekonomer traditionellt sett inte uppmärksammat förtroendets roll vid utbyten på marknaden. Neoklassikers ideala marknadsplats som styrs av perfekt information och fullständig konkurrens mellan oberoende och ansiktslösa affärsidkare involverar inte förtroende som ett centralt koncept, då en konkurrensutsatt marknad ska kontrollera och förhindra bedrägerier. Vidare skriver Blomqvist (1997) även att teorierna om rationella val exkluderar avvikelser bland aktörer, vilket innebär att ingen av dem är mer eller mindre trovärdig. Om alla aktörer vore lika ärliga och trovärdiga att göra sitt yttersta för att fullgöra sina förpliktelser hade förtroendeproblem inte existerat. Dock är inte världen perfekt och förtroende mellan parter har därför fått en betydande roll.

Kee & Knox (1970) argumenterar för att om förtroende ska studeras på ett lämpligt sätt måste det finnas några meningsfulla incitament på spel och att den förtroendegivande parten har vetskap om den involverade risken. Johnson-George & Swap (1982, s.1306, egen översättning) hävdade att ”*villighet att ta risker kan vara en av få kännetecken hänförligt till*

Teoretisk referensram

alla förtroende situationer”. Enligt Tomkins (2001) är förtroende i bred mening att ha tillit till att ens förväntningar blir realiserade. Mayer, Davis & Schoorman (1995, s.712, egen översättning) har en annan uppfattning vad gäller definitionen av förtroende, de hävdar att förtroende är:

”en vilja från ena parten att vara sårbar inför det agerande en annan part genomför baserat på förväntningen att den andra parten kommer genomföra en speciell tjänst åt den parten som ger sitt förtroende, utan att ta hänsyn till möjligheten att övervaka eller kontrollera den andra parten”.

Att vara sårbar innebär att det finns något av värde att förlora. Att göra sig själv sårbar är ett risktagande. Förtroende är inte att ta risk i sig själv, utan är i själva verket villighet att ta risker (Mayer et al., 1995).

Det finns olika perspektiv på förtroende, dessa kan grovt delas in i två skolor, den rationella skolan och den sociala skolan. Den rationella skolan ser förtroende som någonting som är logiskt, förutsägbart och uppstår ur strategiska beslut och inte ur moraliska resonemang. De anser även att förtroende inte har alltför stor inneboende styrka om svek är svårt att upptäcka och inga straff för svek föreligger. Så länge som svekfullt beteende har en mycket liten möjlighet att upptäckas kommer förtroende att missbrukas för egen vinning. Det sociologiska perspektivet och dess tankegångar har stor inverkan på det ekonomiska planet. Att lita eller att inte lita på någon beror på hur stor sannolikhet det är att förtroendet inte missbrukas, vad skulle kunna vinnas, vad skulle kunna förloras och vilka konsekvenser som kan uppstå. Det kognitiva förtroendet grundas på samhällets förutsägbarhet och på de andra parternas behov av att relationen bevaras. Den sociala skolan menar på att förtroende bygger på sociala bindningar, ömsesidighet och förmåga till emotionell insikt. Med denna ihopkoppling kommer även den moraliska dimensionen in. Skolorna skiljer sig åt då den rationella skolan inte ser något samband mellan förtroende och moral. Detta är dock ett relativt svårt samband då det ibland är svårt att se vad det var i relationen som gick snett, var det otur, inkompetens, eller yttre omständigheter som gjorde att ena parten inte handlade som den andre ansåg korrekt. Den rationella skolan förklarar förtroendets natur att vara kalkylerande och kognitiv som bygger på ett medvetande och inte på moraliska åsikter (Huemer, 2001).

Teoretisk referensram

Mayer et al. (1995) skriver att även om en stor del av intresset för förtroende har uttryckts av forskare, har forskning kring förtroende av en mängd olika anledningar varit problematiskt i organisationer. Problemen har varit hänförliga till definitionen av förtroende och avsaknad av tydlighet i relationen mellan risk och förtroende. Brist på specifikation av förtroendets innebörd har lett till förvirring vid olika nivåer av analyser och ett misslyckande att ta hänsyn till både förtroendegivaren och förtroendetagaren.

Att arbeta tillsammans involverar ofta ett ömsesidigt beroende och människor måste därför lita på varandra på olika sätt för att uppnå sina personliga och organisatoriska mål. Ett flertal teorier har växt fram som beskriver mekanismer för att minimera den inbyggda risken i arbetsrelationer. Dessa teorier är designade för att reglera, tvinga eller uppmuntra tillmötesgående i syfte att undvika konsekvenserna av brutet förtroende. För att undvika egennyttigt beteende såväl som tvister använder många företag kontrollmekanismer och kontrakt vilket förändrar beteendet vid beslutsfattandeprocesser, interna processer, belöningsystem och strukturer. Formella utvägar för att komma till rätta med egennyttigt beteende har visat sig vara svaga. Impersonella substitut för förtroende kan föra med sig organisatorisk legitimitet, men är dock ofta ineffektiva (Mayer et al., 1995).

Förtroende är av stort värde för den som äger det och för den som känner det. Förtroende går inte att köpas. Det krävs stor möda och lång tid att skapa och kan gå förlorat över en natt. När ett förtroende förbrukats går det att återinföras men detta kräver mycket tid, stora kostnader, ansträngningar samt målmedvetenhet. För att ett förtroende ska bestå krävs försiktighet och varaktigt underhåll. Förtroende är även ett reciprokt begrepp med två sidor, att hysa förtroende och att åtnjuta förtroende. I regel sammanfaller dessa och den som åtnjuter förtroende förtjänar ofta detta men så är inte alltid fallet (Gomez, 2006).

En av svårigheterna som tidigare har hindrat forskning runt förtroende är bristen på en tydlig uppdelning av faktorer som bidrar till förtroende. Utan denna tydliga distinktion, blir skillnaderna mellan förtroende och liknande konstruktioner suddiga. Exempelvis har många forskare varit överens om att risk, eller att ha något på spel, är faktorer som skapar ett behov av förtroende, vilket endast uppstår i riskfyllda situationer. Flertalet författare har erkänt betydelsen av risk för att förstå förtroende (Mayer et al., 1995). Mayer et al. (1995) tar upp problemet med hur risk hör ihop med förtroende genom att klargöra rollen av ömsesidigt

Teoretisk referensram

förtroende vid risktagande mellan två specifika parter, en litande part (förtroendegivare) och en part som det litas på (förtroendetagare).

3.1.1 Hur förtroende skiljer sig från liknande begrepp

Flera begrepp har använts synonymt med förtroende vilket lett till en förvirring av begreppet. Bland dessa finns; samarbete, tillit och förutsägbarhet (Mayer et al., 1995). I följande stycken skiljs förtroende från dessa begrepp.

Även om förtroende kan leda till samarbetsvilligt beteende, är inte förtroende en nödvändighet för att *samarbete* ska uppstå, då samarbete inte nödvändigtvis sätter en part i en riskfylld situation. Även om förtroende och samarbete vid tillfällen har behandlats som synonymer, är det viktigt att särskilja dem åt. Det går att samarbeta med någon som inte är förtroendeingivande. Om det finns externa kontrollmekanismer som kommer straffa förtroendetagaren för vilseledande beteende, om problemet inte involverar sårbarhet för förtroendegivaren samt om det är klart att förtroendetagarens motiv kommer leda till ett beteende som överensstämmer med förtroendegivarens vilja, kan det ske samarbete utan förtroende (Mayer et al., 1995).

Luhmann (1988) föreslog en distinktion som hjälper till att skilja på förtroende och *tillit*. Han hävdade att båda koncepten syftar på förväntningar som kan leda till besvikelser. Förtroende skiljer sig från tillit eftersom det krävs en tidigare förbindelse på det personliga planet, vilket gör att risk erkänns och accepteras. Genom att välja en handling framför en annan, trots möjligheten att bli besviken av andras handlande, definieras en situation där förtroende råder. Däremot då alternativa valmöjligheter inte övervägs innebär det en situation av tillit (Mayer et al., 1995).

Det råder en tydlig koppling mellan *förutsägbarhet* och förtroende, men anknytningen är oklar. Emellertid har mycket av litteraturen tenderat att likställa förutsägbarhet med förtroende. Förtroende kan ses i den utsträckning till vilken en person kan förvänta sig förutsägbarhet i den andre personens beteende i termer av vad som är normalt att förvänta sig från en person som handlar i god tro. Flera teoretiker har definierat förtroende på ett sätt som även visar sig sammanfalla med förutsägbarhet (Mayer et al., 1995).

3.1.2 Kännetecknande faktorer hos en förtroendetagare

En faktor som påverkar det förtroende en part har för en annan involverar karaktärsdragen hos förtroendegivaren. Många författare har beaktat förtroende från perspektivet av en persons generella villighet att lita på andra (Mayer et al., 1995). Bland de tidiga förtroendeteoretikerna var Rotter (1967, s.651, egen översättning) som definierade ömsesidigt förtroende som ”*en förväntan från en individ eller grupp om att ordet, löfte, verbalt uttalat eller nedskrivet av en annan individ eller grupp kan litas på.*”

En infallsvinkel för att få förståelse för varför en part har mer eller mindre mängd förtroende för en annan part är att ta hänsyn till kännetecknen hos förtroendetagaren. På grund av risken vid transaktioner måste chefer bekymra sig över pålitligheten hos den andra parten. Förtroende baseras på förväntningar av hur en annan person kommer bete sig, baserat på den personens nuvarande och tidigare implicita och explicita krav (Mayer et al., 1995).

Mayer et al. (1995) menar på att det finns tre kännetecknande faktorer för en förtroendetagare som ofta framträder inom litteraturen: skicklighet, välvilja och integritet. Som en grupp förklarar dessa tre en större del av begreppet pålitlighet. Varje faktor bidrar med ett unikt perspektiv utifrån vilket förtroendetagaren kan betraktas, samtidigt som faktorerna tillhandahåller en solid grund för den empiriska studien av förtroende för en annan part.

Skicklighet är den kombination av teknik och kompetens som gör det möjligt för en part att ha inflytande inom ett specifikt område. Området är specifikt och förtroendetagaren är kompetent inom just detta område, vilket leder till att förtroendegivaren måste lita på förtroendetagaren när det berör uppgifter inom detta område. *Välvilja* är den utsträckning i vilken en förtroendetagare anses vilja göra förtroendegivaren väl, bortsett från egocentriska vinstmotiv. Med välvilja menas att förtroendetagaren har någon form av specifikt band till förtroendegivaren. *Integritet* och förtroenderelationen involverar förtroendegivarens uppfattning att förtroendetagaren håller sig till en uppsättning principer som förtroendegivaren finner acceptabla. Både vidhållandet till och accepterandet av principer är viktigt och genom att följa en uppsättning av principer definieras personlig integritet. Om denna uppsättning principer inte anses acceptabla av förtroendegivaren kommer förtroendetagaren inte anses ha integritet (Mayer et al., 1995).

Teoretisk referensram

Förtroende i en relation kommer leda till risktagande enligt Mayer et al. (1995) och graden av risktagande beror på situationen. Exempelvis tar en överordnad en risk genom att låta en anställd ta hand om en viktig kund istället för att hantera kunden personligen. Den överordnade riskerar efterverkningar om den anställde missköter kunden. Detta är ett exempel på hur graden av förtroende påverkar hur mycket risk förtroendegivaren är villig att ta i en relation.

3.1.3 Förtroendeingivande företag

Enligt Hausman (2002) måste tre villkor uppfyllas för att ett företag ska vara förtroendeingivande. För det första måste reglerna som styr företaget specificeras tydligt och när företaget gör ett åtagande krävs det att företaget håller sitt åtagande även om det visar sig vara ekonomiskt ofördelaktigt. Dessa regler måste styra bolaget vilket betyder att de måste vara väl kända och fungera som effektiva normer för de anställda på företaget. Hos pålitliga företag är handlande som ligger i linje med reglerna belönande och handlande som går emot reglerna straffbart. För det andra ska ett företag motsvara det förtroendet ett annat företag utger även då förtroendetagaren inte gett några tidigare löften. Ett pålitligt företag måste vara kapabelt att känna igen åtagande som inte uppstår från tydliga löften eller kontrakt, utan vilka är del av generella förväntningar angående vad som är anständigt att göra. För det tredje måste ett pålitligt företag utöva försiktighet i den kundbetjäning som de ger förtroendegivaren. Om ett kontrakt kräver att ett företag ska göra X, men det senare visar sig att X är dåligt för förtroendegivaren, medan Y är bra och om det samtidigt inte är mycket dyrare för förtroendetagaren, kommer ett pålitligt företag göra Y istället för X. Allt handlar om att göra vad som är rätt (Hausman, 2002).

Ett rykte om att hålla sina åtaganden är av värde eftersom andra kan förutsäga att ett företag som tidigare visat sig vara förtroendeingivande även kommer vara det i liknande situationer i framtiden. Andra företag kommer därmed vara mer villiga att ingå i samverkande arrangemang. Att som företag ha ett rykte att vara genuint förtroendeingivande sträcker sig ytterligare. Förutom att veta att företaget tidigare hållit sitt förtroende, kommer andra företag tro att företaget styrs av moraliska regler. Ett rykte om att andra hyser förtroende för företaget är fördelaktigt, dess exakta betydelse är dock svår att fastställa och varierar beroende på omständigheter. Även om ett moraliskt rykte inte spelar stor roll i en relativt opersonlig och kortvarig relation, är dess betydelse sannolikt mycket viktigare i långa förhållanden. Bolag

Teoretisk referensram

som inte har ett inarbetat förtroende hos andra företag har högre kostnader vad gäller transaktioner och kontrakt då dessa måste övervakas i större utsträckning (Hausman, 2002).

3.1.4 Relationen mellan förtroende och information

Att förlita sig på någon möjliggör en reducering av den osäkerhet en individ möts av, även då osäkerheten i realiteten inte förändrats. Förtroende är därför alltid närvarande och är en fundamental byggsten i det sociala samhället. Tomkins (2001, s.165, egen översättning) definition relaterar förtroende och information:

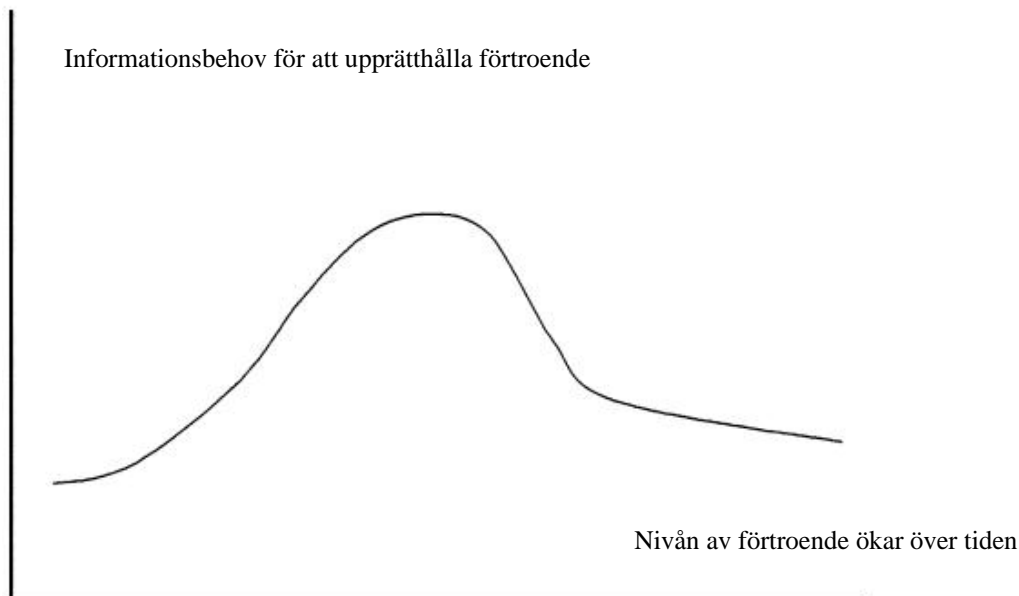
”att ena parten i ett förhållande förlitar sig på att den andra parten inte kommer agera mot hans eller hennes intresse, när denna tillit förekommer utan otillbörlighet eller misstro och frånvaro av detaljerad information angående ageranden av den andra parten.”

Tomkins (2001) menar på att det finns ett omvänt förhållande mellan viljan att förlita sig på någon och behovet av information. Detta är konsekvent med att förtroende är ett substitut till information. Förhållandet mellan förtroende och informationskrav är komplext och måste i viss utsträckning tillåtas att inte bara vara varandras motsatser. Forskning menar på att ju mer förtroende som ges desto mindre information behövs (Tomkins, 2001). Dock menar Tomkins (2001) att det måste finnas en bra balans mellan information och förtroende.

Det är förmodligen sant att närhelst ett beslut tas finns det en relativt strikt inverterad relation mellan information och nivån av förtroende, men detta tar för givet att relationen mellan förtroende och information inte påverkas av någon annan aktivitet. Nära relationer är oftast inte skapade över en natt, utan de tar tid att bygga upp och de involverade parterna räknar med att förtroendet ska kvarvara under en längre tid. Det förväntas även att förtroendet ska överleva flera projekt eller möten, vilket betyder att det måste finnas viss kontinuitet. I vissa relationer går det snabbt att komma till en nära relation, men detta är oftast en produkt av kontinuerliga möten som består av informationsutbyte mellan parterna. Förtroende är dynamiskt och kontinuerligt (Tomkins, 2001).

Teoretisk referensram

Figur 3.1 Invers U-formade relationen mellan förtroende och information



Tomkins (2001)

Repetitiva interaktioner skapar en närmare relation, där ökat förtroende kan utvecklas med framgång. Detta kan komma att minska risken att den aktivitet som är bunden till förtroendet kommer att kollapsa och informationsbehovet reduceras. I ett tidigt stadium av en relation, är förbindelsen vanligtvis mindre omfattande och även risken att bryta en förbindelse är lägre än i ett senare stadium av relationen. Följaktligen kommer det finnas en lägre nivå av information och förtroende som en osäkerhetsabsorberande mekanism. När relationen sedan växer kommer det finnas en positiv förbindelse mellan förtroende och information, detta beror helt enkelt på att förtroende inte kan växa utan mer information. I en relation sett ur ett dynamiskt perspektiv kan det urskiljas ett troligt positivt samband mellan information och förtroende i ett tidigt stadium av en relation. När förtroendeintensiteten blir etablerad i senare stadier är det sannolikt att mindre information är nödvändig för att vidhålla relationen (Tomkins, 2001).

3.2 Institutionella investerare

Institutioner trycker på för mer och bättre information om företagens produkter och divisionernas lönsamhet. De söker personlig kontakt med företagsledningen och vill se produktionsanläggningarna. Institutionella investerare uttrycker sina åsikter vad gäller

Teoretisk referensram

chefskompensationer och företagsledningens framgång. De favoriserar vidare uppköp av vissa företag och motverkar uppköp av andra (Hellman, 2005).

Hellman (2005) menar på att det övergripande målet för institutionella investerare är att skapa maximal avkastning för sina förmånstagare, givet en viss risknivå. Detta sätter en press på företag att visa sig attraktiva för institutionella investerare och skapa mervärde för aktieägarna. Detta kan vara ett sunt tryck som gynnar aktieägarna. De institutionella ägarna har dock kritiserats för att vara känslolösa, kortsiktiga ägare som hellre säljer av sitt innehav när deras investeringar stöter på problem än att ta itu med problemet. Från den institutionella ägarens synvinkel är det en inneboende konflikt mellan att vara en aktiv ägare å ena sidan och å andra sidan agera i förmånstagarens bästa intresse.

Vid investeringsbeslut måste vikten av företagsbesök och privat information betonas. Det har visat sig att information insamlad i samband med företagsbesök kan öka vinsterna för institutionella investerare. Många empiriska studier har undersökt användbarheten av olika informationskällor utifrån ett investerar- och analysperspektiv. Enligt analytiker var den viktigaste källan till information skriftlig och muntlig information från företagen. Särskilt årsredovisningar, direkt företagskontakt, företagsbesök, kvartalsrapporter och prospekt rankades högt. Finansiella rapporter kan tillhandahålla viktig bakgrundsinformation för analytikerns muntliga kommunikation med företagsledningen (Hellman, 2005).

En empirisk undersökning av Hellman (2005) över hur institutionella investerare använder information vid investeringar visar att förväntningar på investeringarna byggs upp av både kvantitativa och kvalitativa element. Den kvantitativa delen består av prognoser och aktievärdering utifrån prognosen. För framtagandet av prognoser föredrar institutionella investerare att använda finansiella rapporter, industristatistik och råmaterialpriser. Den kvantitativa analysen justeras i efterhand med ett antal kvalitativa faktorer som påverkar positivt eller negativt. Hellman (2005) skriver vidare att det omfattande dagliga flödet av information ger de institutionella investerarna problem när det kommer till att göra ett urval av information. Samtidigt hade de institutionella investerarna, speciellt de små, lite personal att tillgå för att sköta investeringarna. Den huvudsakliga lösningen för de minsta institutionerna var att lita på externa rådgivare.

Teoretisk referensram

Förtroende är en viktig del i kvaliteten hos företagsledningen, att ha stort förtroende för en företagschef verkar ge analytikern större tillit till den egna analysen. Detta beskrivs av följande citat av Hellman (2005, s.309, egen översättning):

“Jag anser det vara väldigt viktigt att arbeta med företagsbesök för att få en uppfattning om de mjuka faktorerna: Erfarenheten hos företagsledningen, trovärdigheten, kompetensen. Jag har besökt många företag över en lång tid. Du går tillbaka till dina egna historiska arkiv. Vad sa de för fem år sen och vad har de uppnått idag? Detta ger en liten indikation på hur trovärdigt det de säger idag kan vara. I detta specifika företag (Electrolux) är det väldigt viktigt att lyssna på företagsledningen. Electrolux är ett sådant företag som är följdriktigt med vad de säger. De kan ha fel i sina bedömningar, men de ger inte fel information. Nu när jag har följt detta företag en längre tid känner jag folket. Jag vet att jag kan lita på dem.”

Givet de små resurserna och den stora mängd information avseende intressanta investeringsobjekt var de institutionella investerarna enligt Hellman (2005) tvingade att vara selektiva i sitt informationsinsamlande och förenkla prognosutformandet. Hellman (2005) menar på att det var skillnad mellan större och mindre institutioner i studien, i den utsträckningen att mindre institutionella investerare litade mer på externa rådgivare, medan de större, som hade egna finansiella analytiker, var kapabla att hantera mer information på egen hand. De institutionella investerarna i studien höll alla en finansiell ställning till investeringar, detta innebar att ingen av dem tog en aktiv del i bolagsstyrningen i de bolag de investerade i. Istället utövade de makt genom sina investeringsbeslut (köpa, behålla och sälja). De institutionella investerarna som hade några intentioner att delta i bolagsstyrningen var de större, eftersom de generellt var för stora för att sälja av innehåll utan att påverka aktiekursen. De större institutionella investerarna kan inte förväntas ta ansvar i bolagsstyrningsprocesser i noterade företag. De måste undvika att bli involverade till den grad att de tvingas kompromissa med sin finansiella logik. Deras organisationer är inte designade för att utveckla djup kunskap om specifika investeringsobjekt (Hellman, 2005).

3.3 Agentteorin

Relationer existerar överallt och påverkar det professionella så väl som det privata livet. Agentteorin tar upp dessa relationer och förklarar dem med hjälp av principaler och agenter (Hatch, 2002). En principal-agent relation uppkommer när en principal skriver ett kontrakt med en agent. Kontraktet innefattar att agenten ska utföra en viss uppgift på uppdrag av principalen, som saknar de skickligheter och förmågor som behövs. Därför kontrakteras agenten som besitter den skicklighet och förmåga som krävs för att utföra uppgiften. När agenten utför dessa uppgifter väljer agenten själv sitt handlande, detta handlande medför vissa konsekvenser. Resultatet av agentens handlande påverkar även principalen samt även relationen parterna emellan. Det finns två problem inom agentteorin, vad gäller relationen mellan principal och agent. Det första problemet är hänförligt till målkonflikter mellan principalen och agenten samt svårigheter för principalen att verifiera vad agenten verkligen utför. Det andra problemet berör olika attityder gentemot risk, det vill säga principalen och agenten har olika uppfattning beroende på attityden till risk (Huemer, 1998).

Inom agentteorin diskuteras även situationer då principalen både är ägare och chef. Är ägarna principaler är cheferna agenter men när cheferna är principaler blir de underordnade agenter. Chefer blir agenter då de förväntas utföra det som ligger i ägarens eller styrelsens intresse, detta kan dock skapa problem inom agentteorin då agenter ibland handlar utifrån sitt eget intresse snarare än principalernas (Hatch, 2002). Denna teori är relativt ny då agenten och principalen förr i tiden ofta var samma person och därmed agerade i företagets bästa. Under de senaste 30 åren har dock agentteorin blivit mer uppmärksammat när det kommer till intressekonflikter och dess lösningar (Brealey, Mayers & Allan, 2006). Enligt Huemer (1998) har agentteorin på senare tid fokuserat på relationen mellan ägare och ledning i stora publika företag.

I relationen mellan principaler och agenter där ägarna är principaler och ledningen agenter, vill principalerna att agenterna ska maximera vinsten. För att agenterna ska utföra detta och även ha incitament för att maximera vinsten, kopplas deras prestation till ett incitamentsprogram. Skulle agenten inte uppfylla principalens önskemål finns risken att agenterna blir avsatta. Agentproblemet skulle inte existera om alla inblandade parter hade tillgång till samma information (Brealey et al., 2006). Hatch (2002) nämner även problemet

Teoretisk referensram

med att agenterna inte utför sina arbetsuppgifter korrekt vilket kan förklaras i termer av information. Detta leder in på teorin om informationsasymmetri.

3.4 Informationsasymmetri

Informationsasymmetri innebär att ledningen i ett företag besitter mer information om bolagets framtidsutsikter, vinster och risker än vad bolagets intressenter gör (Brealey et al., 2006). Enligt Rapp (1999) behandlar informationsasymmetriteorin information som en produkt vilket innebär att det är möjligt att få tag på önskad information men det kan komma att kosta. Eftersom information kan vara kostsam att införskaffa är det viktigt att balansera informationsbehovet mot kostnaden att fatta beslut utifrån tillgänglig information.

Två typer av problem kan uppstå i en principal-agent relation, det första problemet kallas *moral hazard* och innebär att agenten vid handlande sätter sina egna intressen i första hand istället för att göra vad principalen förväntar sig. Ett exempel är bristen på intresse att vidhålla sina åtaganden vid kontraktsöverenskommelser. Det andra problemet benämns *adverse selection* och innebär att en individ utnyttjar sitt informationsövertag på någon annans bekostnad (Huemer, 1998). Tanken med teorin om informationsasymmetri är att det kontrakt som skrivs mellan principaler och agenter ska reflektera relationen mellan tillgänglig information och risk (Rapp, 1999).

Då principalerna inte alltid kan övervaka agenterna finns det en chans att de avviker från sina arbetsuppgifter. De kan endast avgöra om agenterna följer kontrakten fullt ut om de har tillgång till fullständig information. Genom att principalen själv observerar agenten kan fullständig information erhållas men detta tillvägagångssätt är tidskrävande. Denna kontroll inskränker agentens fria handlande och kan leda till missnöje. Vid ofullständig information kan principalerna komma att utnyttjas genom att agenterna har möjlighet att avvika från sina arbetsuppgifter (Hatch, 2002).

3.5 Uppsummering av teorin

Förtroendeteorin är den teori som vi lagt störst fokus på, då den är mest relevant utifrån vår problemformulering. Teorin inom förtroende är oexakt och olika forskare har olika syn på begreppet vilket lett till att det förekommer olika definitioner på vad förtroende är. Genom att vi i denna uppsats presenterat ett antal definitioner försöker vi påvisa områdets bredd men

Teoretisk referensram

även visa på likheter mellan definitionerna. På ett naturligt sätt får vissa av synsätten på förtroende som presenteras en överordnad roll när det kommer till analysen. Vad som tidigt framkom är att flera forskare gör en koppling mellan förtroende och risk. Vidare läggs det vikt vid att förklara de faktorer som kännetecknar en förtroendegivare. Likaså är tillförlitligheten till ett företag ett viktigt inslag. Relationen mellan förtroende och information betonas lite extra då denna teori är relevant för att förklara stora delar av empirin som gäller förtroende.

De två olika perspektiven på förtroende som presenteras, den rationella skolan och den sociala skolan har fått en underordnad roll men finns dock med för att illustrera hur förtroende begreppet kan skilja sig åt. På samma sätt finns det med ett stycke om hur förtroende skiljer sig från andra likartade begrepp som ofta används som synonymer till förtroende för att särskilja förtroende från dessa begrepp. Hellmans (2005) studie om institutionella investerare finns med för att kunna analysera den insamlade empirin som berör investeringsprocessen hos fondbolag. Även agentteorin och teorin om informationsasymmetri behandlas för att klargöra relationen mellan fondbolag och företag de investerar i. Informationsasymmetriteori finns med för att kunna förklara den asymmetri som kan infinna sig mellan ett fondbolag och det företag som fondbolaget investerar i.

4 Inledande empiri

I inledande empiri presenteras fondmarknadens utveckling samt bakgrund och fakta om Koden. Meningen med detta kapitel är att det ska ge en överblick över vad denna uppsats behandlar men hjälper även läsaren att få en djupare förståelse för den insamlade empirin och senare analysen.

4.1 Fondmarknadens utveckling och fonder

Det svenska fondsparandet inleddes på 1950-talet, när den första aktiefonden startade. Det var inte förrän i början av 1980-talet som fondsparandet tog fart på allvar i samband med stigande börskurser (Fondbolagens förening, 2007b). Den svenska fondmarknadens utveckling har varit dramatisk, från en fondförmögenhet på 300 miljoner kronor vid början av 1970-talet, till 1 618 miljarder kronor per den 30:e september 2007 (Fondbolagens förening, 2007a). Även utbudet av fonder har vuxit i snabb takt och fondernas roll i samhället har ökat markant. Under lång tid existerade endast fonder med inriktning på den svenska marknaden men på senare år har en mängd specialfonder med olika geografiska och branschmässiga inriktningar lanserats. Sett till hushållens sparande svarar fondsparandet idag för ungefär 30 procent av hushållens totala finansiella tillgångar. Detta kan ställas i kontrast till år 1980 då fondsparandets andel endast uppgick till fyra promille av hushållens totala tillgångar (Fondbolagens förening, 2007b).

Totalt sparar 94 procent av den svenska befolkningen i åldrarna 18-74 år i fonder, vilket gör det till den mest utbredda sparformen i Sverige. Exklusive PPM-sparandet blir andelen fondsparande i Sverige något lägre, 77 procent. Aktiefonder är den överlägset vanligaste typen av fond, 54 procent av de som fondsparar privat eller via tjänstepension väljer denna sparform. Därefter följer blandfonder tätt följt av räntefonder med en andel på 18 respektive 14 procent (Fondbolagens förening, 2006).

En fond är en portfölj av värdepapper som ägs av ett stort antal investerare. Denna portfölj kan innehålla både svenska och utländska aktier, obligationer och andra värdepapper. Pengarna som investeras i fonden fördelas automatiskt ut på de olika värdepappren som fonden äger. Fonden förvaltas av ett fondbolag som både sköter förvaltning och administrering på uppdrag av andelsägaren. När en investering görs i fonder tar investeraren

Inledande empiri

hjälp av en fondförvaltare som är expert inom området (Fondspara av Fondbolagens förening, 2006).

Fondbolagen tar betalt genom en för fonden fastställd förvaltningsavgift (Aktiespararna, 2006). Arvodet till fondbolagen ska täcka de administrativa kostnaderna som uppstår vid investeringen eller vid de analyser förvaltaren gör (Fondspara av Fondbolagens förening, 2006). Det är fondbolaget som är företrädare för fonden i alla sammanhang, exempelvis vid bolagsstämmor (Fondbolagens förening, 2007c).

Tanken med fondsparande är att minska risken vid investeringar. Då fonden köper värdepapper i många olika företag minskar risken eftersom investeringen i fonden inte endast är beroende av ett företags framgångar. Går det då dåligt för ett bolag ger detta inte stort genomslag på fondens utveckling. Fördelen med fonder är att även investerare med små belopp kan sprida ut sina risker och få tillgång till utländska marknader (Fondspara av Fondbolagens förening, 2006).

Fondbolagen som agerar på finansmarknaden övervakas av Finansinspektionen, som är en myndighet vars syfte är att medverka till att det finansiella systemet fungerar effektivt samt uppfyller kraven på stabilitet (Finansinspektionen, 2007b).

4.2 Svensk kod för bolagsstyrning

Kodgruppen lämnade den 16 december 2004 in betänkandet SOU 2004:130, även kallat *Svensk kod för bolagsstyrning*. Detta betänkande innehåller regler för hur ett bolag bör styras och är i första hand avsett för aktiebolag. Koden sammanfattar redan existerande regler men tar även upp nya rekommendationer vad gäller bland annat bolagsstämman, styrelsen och ersättning till ledningen. Innan SOU 2004:130 lämnades in hade Kodgruppen den 21 april 2004 lämnat in förslag till Koden, benämnt SOU 2004:46, för att läggas ut på remiss. När remisstiden gått ut återsamlades Kodgruppen för att gå igenom de synpunkter som kom in till Justitiedepartementet och för att sammanställa det dokument som kom att bli Koden (Skog, 2005).

Kodgruppen bestod av ordförande Erik Åsbrink samt nio ledamöter, varav sex från näringslivet och tre från Förtroendekommissionen. Kodgruppens uppgift var att ta fram en

Inledande empiri

kod som ska gälla vid bolagsstyrning och baseras på aktiebolagslagen och andra redan befintliga självregleringar. I betänkandet (SOU 2004:130) skriver Åsbrink att flertalet personer i dagens samhälle äger aktier direkt eller indirekt och blir då beroende av en fungerande bolagsstyrning. Samhället i stort är även beroende av ett näringsliv som är värdeskapande och som har allmänhetens förtroende.

Kodens generella syfte är att förbättra styrningen av svenska företag (SOU 2004:130) samt att genom riktlinjer bidra till ökad ambitionsnivå utöver vad lagen kräver, vilket uppnås genom att Koden använder sig av principen följ eller förklara (SOU 2004:46). Även konkurrensen och effektiviteten inom näringslivet ska stärkas med hjälp av Koden. Ett annat viktigt syfte, som tidigare nämnts, är att öka och förstärka samhällets förtroende för det svenska näringslivet. Genom ett ökat förtroende kan svenskt näringsliv även attrahera utländska investerare i större utsträckning (SOU 2004:130). Ett dynamiskt näringsliv och effektiviteten i detta är en viktig del som leder till ökad ekonomisk tillväxt och välbefinnande (Skog, 2005).

För de bolag som omfattas av Koden krävs det att en så kallad bolagsstyrningsrapport upprättas i årsredovisningen. Bolagsstyrningsrapporten är inte tänkt att skapa en ny, omfattande administrativ rapport från bolaget utan avsikten är att inkludera all relevant information om bolagsstyrningen i ett kortfattat avsnitt i årsredovisningen. Kodgruppen anser inte att revisorsgranskning av bolagsstyrningsrapporten är en nödvändighet, då det inte är ekonomiskt försvarbart att kräva detta (SOU 2004:130).

Företag som omfattas av Koden är främst större bolag noterade på Stockholmsbörsen. Tanken med Koden är att den ska kunna anammas av andra kategorier av företag exempelvis kooperativa bolag, statliga och kommunala bolag samt privata bolag som avser att börsnoteras. Koden introducerades inledningsvis för bolag på Stockholmsbörsen och omfattade då de bolag som befann sig på A-listan samt de större bolagen på O-listan (SOU 2004:130) med ett börsvärde över tre miljarder (Ds 2006:15). Avsikten var att när Koden efter några år varit verksam på marknaden skulle den introduceras för samtliga bolag på börsen men i dagsläget omfattar den dock endast företag på Stockholmsbörsens Large Cap samt de företag på Mid Cap med ett börsvärde överstigande tre miljarder (Svenska Bankföreningen, 2007). Enligt Kodgruppen ska Koden ge kvalitet till bolagsstyrningen och förhoppningen är att den ska spridas inom svenska bolag (SOU 2004:130).

Inledande empiri

Självreglering görs möjlig för det svenska näringslivet genom principen följ eller förklara. Denna variant av självreglering för bolagsstyrning förekommer även i andra länder i Europa till exempel i England i form av deras Cadbury-kommitté (Skog, 2005). Denna princip går ut på att företag inte behöver följa Kodens fullt ut, avvikelser från Kodens rekommendationer måste dock förklaras. Exempel på en giltig förklaring är att företag följer lagar och regler i ett annat land. Det kan även klassas som god redovisningssed att inte följa hela Kodens vid vissa tillfällen, dock nämner inte Kodens hur dessa avvikelser ska förklaras och motiveras. Vid avvikelser från Kodens är det upp till marknaden, bestående av investerare och andra aktörer, att bedöma om motiveringarna för dessa är godtagbara eller ej. Godtas inte avvikelserna av marknaden kan detta leda till att företaget förlorar förtroendet på kapitalmarknaden vilket på sikt kan minska företagets värde. För de företag som inte är noterade på börsen är det upp till ägaren att godkänna avvikelserna (SOU 2004:130).

Ett viktigt inslag i en marknadsekonomi är ägare som tar ansvar för företagets utveckling. Näringslivet kräver aktieägare som har olika intressen, det behövs en viss blandning av placeringsinriktning, riskbenägenhet och tidshorisonter. Ägare med stora aktieinnehav bör ta tillvara på det inflytande de kan utöva vid bolagsstämman, bland annat vid val av styrelse. När aktieägare tillvaratar denna möjlighet i bolagen ökar möjligheten till ett bra samarbete mellan ägare, styrelse och ledning. Det är viktigt att ägare med stort aktieinnehav inte missbrukar denna makt till den grad att det kan skada andra aktieägare. Pensionsfonder, aktiefonder, investmentföretag med flera så kallade institutionella aktieägare är skyldiga att offentliggöra deras ägarpolicy samt även att förmedla investeringsfilosofin till investerare. De bör även förmedla eventuella intressekonflikter till investerare om detta skulle kunna påverka ägarfunktionen (SOU 2004:130).

5 Empiri

I detta kapitel presenteras först de fondförvaltare vi intervjuat för att få en överblick över hur de arbetar och annan information som är nödvändig för att få en bild av deras verksamhet. Under dessa förklaras även lite kort bakgrunden till våra respondenter och hur de blev fondförvaltare. Detta för oss sedan vidare till själva intervjuerna som är sammanfattade under övergripande rubriker.

5.1 Presentation av fondförvaltarna

5.1.1 Andra AP-fonden

Andra AP-fonden har sitt säte i Göteborg och startade den operativa verksamheten 2001. De har sedan dess växt och är idag en kapitalförvaltningsorganisation som är globalt inriktad. Styrelsen utses av regeringen och ledamöterna är valda på grund av sin kompetens och ska främja fondförvaltningen. Andra AP-fondens vision är att vara de främsta pensionsförvaltarna när det kommer till avkastning, medarbetare, effektivitet, innovation och förtroende för omvärlden. Detta ska nås genom att på ett professionellt sätt utnyttja risktagandet på ett effektivt sätt (Andra AP-fonden, 2007). Carl Rosén¹ på Andra AP-fonden berättar att de internationellt förvaltar 230 miljarder kronor, varav cirka 46 miljarder i Sverige vilket gör dem till nionde största aktieägaren i Sverige.

Rosén blev vår respondent på Andra AP-fonden. Han berättar att han gick på Handelshögskolan i Stockholm och tog examen 1983 för att sedan jobba mellan 1983 och 1995 som investmentbanker på Alfred Berg, som då var en stor fondkommissionär. Rosén jobbade då till största del med privatiseringar där staten sålde ut sina aktier. Efter det blev han CFO (Chief Financial Officer) på svenska statens holdingbolag, vilket innebar att Rosén då hade många styrelseuppdrag. Sedan blev Rosén chefredaktör på Affärsvärlden och stannade där i fem år, för att därefter starta en fondkommissionärsfirma för norska Orkla, som senare blev uppköpt av Enskilda. Efter det startade han Enskildas kontor i Silicon Valley, Kalifornien. År 2002 kom Rosén hem från USA och startade ett företag som hjälpte ägare med ägarstyrningsfrågor och den första kunden var Andra AP-fonden. Efter två år hade Andra

¹ Carl Rosén, Andra AP-fonden, telefonintervju den 29 november 2007

AP-fonden övertalat Rosén att gå över till dem vilket resulterade i att han sålde sin andel i firman.

5.1.2 Enter Kapital

Enter Kapital startades i Stockholm 1999 och hade 2006 nio anställda. Företaget ägs till hälften av de anställda och till hälften av norska Orklakoncernen. De har specialiserat sig på att förvalta svenska aktier samt svensk ränteförvaltning. Enter Kapitals förvaltare har jobbat med kapitalförvaltning i genomsnitt i 24 år och har arbetat tillsammans i cirka 16 år. Deras filosofi är att begränsa innehaven i fonderna till ett fåtal företag som de tror på, vilket ger förutsättningar för att gå på djupet vid bolagsanalyser. Genom att avgränsa sig till investeringar i svenska företag har Enter Kapital möjlighet att ha en nära relation till innehaven. De fokuserar på att följa utvecklingen i enskilda företag och besöken på företagen är ett viktigt inslag vid bolagsanalysen. Genom företagsbesök bildar de sig en uppfattning om företagets framtid, hur verksamheten fungerar samt hur företagsledningen arbetar (Enter Kapital, 2007). Enter Kapital förvaltar idag cirka 10 miljarder kronor enligt Sten Lindquist² på Enter Kapital.

Vår respondent på Enter Kapital blev Sten Lindquist. Lindquist berättar att han läste marknadsföring vid Handelshögskolan i Göteborg med inriktning mot internationell ekonomi. Det var dock en ren slump att Lindquist blev fondförvaltare. Fjärde AP-fonden hade just bestämt sig att förse kapitalmarknaden med analytiker och genom kontakter på Fjärde AP-fonden fick Lindquist en anställning som analytiker. Analytiker var på den tiden ett nytt fenomen och Lindquist hade då begränsade kunskaper inom området med tanke på sin utbildning. Lindquist är fascinerad över och sätter stor vikt vid att han var med från början och såg marknaden utvecklas.

5.1.3 Kaupthing Bank

Kaupthing Bank grundades på Island år 1982. Banken har sedan dess växt i snabb takt och har idag en stark ställning i Norden med en vision om att bli en av de främsta bankerna i Nordeuropa. Kaupthing har idag verksamhet i tio länder och tillhör en av de åtta största bankerna i Norden, mätt i marknadsvärde. De har idag cirka 350 anställda i Sverige och

² Sten Lindquist, Enter Kapital, personlig intervju den 28 november 2007

Empiri

förvaltar cirka en miljard kronor i svenska fonder och 100 miljarder internationellt (Kaupthing, 2007).

Vår respondent vid Kaupthing har valt att vara anonym och kommer därför i uppsatsen benämnas som Njáll³. Njáll berättar att han gick på Handelshögskolan i Stockholm och tog examen 1996 och har sedan dess arbetat inom finansbranschen, främst med Corporate Finance på Enskilda. Sedan fyra år tillbaka har han varit anställd på Kaupthing Bank och sedan maj 2007 förvaltat deras småbolagsfonder. Aktier är den stora passionen i Njálls liv, vilket gjorde att fondförvaltning blev det naturliga steget i karriären.

5.1.4 Simplicity

Simplicity är ett litet fondbolag med kontor i Varberg. I september 2002 fick Simplicity tillstånd av Finansinspektionen att bedriva fondverksamhet. Simplicity startade sin verksamhet med en Nordenfond och har sedan dess introducerat flera nya fondalternativ. Alla deras fonder är uppbyggda utifrån en egen utvecklad investeringsmodell, Simplicity™ som baseras på kvantitativa studier av aktiemarknaden (Simplicity, 2007). Enligt Henrik Tingstorp⁴ på Simplicity har de idag 10 anställda och förvaltar cirka 6 miljarder.

Vid Simplicity fick vi en intervju med Henrik Tingstorp. Tingstorp berättar att han har en magisterexamen i ekonomi med inriktning mot både finans och redovisning och har arbetat i finansbranschen sedan 2001. Karriären började på KPMG som finansrevisor i två år, vilket följdes upp med två år vid Brummer & Partners som chef för fondadministrationen. För cirka tre år sedan flyttade Tingstorp ner till Varberg och arbetar nu som administrativ chef på Simplicity.

5.2 Intervjuerna

5.2.1 Investeringsprocessen

På Enter Kapital berättar Lindquist att de har en strukturerad ansats där de har byggt upp en egen värderingsmodell som de utgår ifrån vid analyser. De gör en prognos för de närmast kommande åren utifrån en komplett resultat- och balansräkning som innehåller försäljning och marginaler. Utifrån detta omfattande dokument, som innefattar de företag av intresse,

³ Njáll, Kaupthing, telefonintervju den 28 november 2007

⁴ Henrik Tingstorp, Simplicity, personlig intervju den 29 november 2007

Empiri

görs även en kassaflödesanalys många år framåt. Enligt Lindquist är detta hjärtat i deras verksamhet. Utifrån kassaflödesanalysen får de sedan en riktkurs och utifrån denna kurs rangordnas aktierna utefter köpvärdighet. Vid rangordningen tas det även hänsyn till mer mjuka variabler som ledningens arbete och information som uppkommer vid företagsbesök. Utifrån detta formas sedan prognoser och uppfattningar om företagen.

Utgångspunkten hos Kaupthing enligt Njáll är att så snart tillfälle ges träffa företagsledningen, men om denna möjlighet inte finns ger en genomgång av årsredovisningen en bra grund att utgå ifrån. Vid granskning av årsredovisningen ser de till en historisk femårsöversikt och analyserar utifrån detta marginaler, historisk tillväxt och dagens marknadsposition. De granskar även balansräkningen för att bedöma hur kapitalstrukturen i företaget ser ut. Enligt Njáll är företagets egen bedömning av bolaget viktigt för att få en uppfattning om hur de själva ser på framtiden och positionen i dagsläget.

På Andra AP-fonden förklarar Rosén att de har två olika portföljtyper med svenska aktier. Båda portföljerna utgår från en fundamental analys och det som skiljer dem åt är de index som de placerar emot. Ena portföljen placerar mot kapitalviktat index och den andra mot ett likaviktat index där varje bolag väger lika mycket oavsett hur stora bolagen är marknadsvärdesmässigt. Vidare förklarar Rosén att de för den kapitalviktade portföljen följer och tar fram interna analyser för de 80 till 100 största företagen i Sverige genom att prognostisera framtida utveckling. För denna portfölj försöker även Andra AP-fonden finna marknadsimperfection i prissättningen av aktierna. Rosén poängterar även att de tar hjälp av externa analyser vid dessa investeringar.

För den andra likaviktade portföljen försöker Andra AP-fonden finna bolag som är bra ”case” men även bolag där det finns förbättringspotential ur ägarsynpunkt. Genom att förbättra bolagsstyrningen anser Rosén att företagen blir lönsammare och när tid läggs ner på dessa frågor ökar avkastningen för Andra AP-fonden. För den här portföljen förklarar Rosén att de arbetar med en speciell ägarlogg som analyserar bolagets position utifrån tio olika kriterier. Här arbetar de tillsammans med förvaltare och analytiker och går igenom kriterier som berör allt från kapitalstruktur, bolagsstruktur, ägarstruktur, styrelse och ledning, investeringar, transparens, redovisning till miljö och etik. Förenklat berättar Rosén att om det inte förekommer problem i bolaget signalerar analysprogrammet grönt, blir det däremot rött måste

något göras omgående. Det kan då handla om till exempel att ägare måste skjuta in mer kapital för att företaget inte ska gå i konkurs. Blir det gult finns det en potentiell brist i bolaget som kan förbättras. Det kan vara allt från felaktig bolagsstruktur, felaktig kapitalstruktur till fel ledning och styrelse. För denna portföljtyp görs därmed en fundamental analys som ligger till grund, men även en analys utifrån ägarperspektiv genomförs. Här jobbar de även med att studera tematiska makrotrender för att få en uppfattning om vad som är viktigast ur ett bolagsperspektiv idag, det vill säga trender som är viktiga att haka på.

På Simplicity förklarar Tingstorp att de har olika investeringsprocesser för olika typer av fonder. Vid förvaltning av aktiefonder använder Simplicity en kvantitativ analysmodell. Tingstorp förklarar att de flesta fondbolag använder den fundamentala analysansatsen men att de på Simplicity har gjort det omvända genom att endast använda en kvantitativ ansats. De har själva utvecklat en trendmodell som bygger på långsiktiga trender i aktiemarknaden. Tingstorp berättar att tillvägagångssättet är att skapa något han kallar ett universum av aktier som når en viss omsättning eftersom det krävs att aktierna ska kunna säljas inom en viss tid. När detta universum har skapats väljer Simplicity ut de företag vars aktier har överpresterat marknaden eftersom de tror på aktier som går bra på börsen. Denna teori som Simplicity använder för sina aktiefonder kallas prismomentum. Deras modell bygger på trender och Tingstorp förklarar även att när en av deras fonder är inne i trenden går den bra. För likviditetsfonden som är en räntefond fungerar inte denna modell, därför väljer Simplicity att investera i investeringsobjekt som har den högsta kreditvärdigheten.

5.2.2 Svensk kod för bolagsstyrning

På Enter Kapital förklarar Lindquist att årsredovisningen och bolagsstyrningsrapporten har mindre betydelse om företaget följts under ett antal år, men betonar samtidigt att det kan vara av värde att ögna igenom den för att se om bolaget lagt till något nytt. På Simplicity har årsredovisningen ingen betydelse överhuvudtaget, detta på grund av den egenutvecklade kvantitativa investeringsmodellen som företaget tillämpar berättar Tingstorp. Detsamma gäller bolagsstyrningsrapporten som Simplicity åsidosätter helt.

Andra AP-fonden granskar bolagsstyrningsrapporten noggrant eftersom de anser att den besvarar många av frågorna kring styrelse, ledning och redovisning. Dessa frågor har betydelse vid den interna analysen, dock har Andra AP-fonden sina egna ägarprinciper som

Empiri

utgångspunkt. Andra AP-fonden granskar även hur företagets struktur ser ut, hur den hänger ihop och hur mycket tid som har lagts ner vid utformningen av bolagsstyrningsrapporten. Rosén menar på att det finns en stor mängd standardtext i en bolagsstyrningsrapport och detta är något han hoppar över. Det han istället fokuserar på är styrelsens arbete, hur det har sett ut och hur det beskrivs. Även styrelsens närvaro, arbetsuppgifter samt hur öppna de är angående vad de jobbat med är av betydelse att studera. Ersättning till styrelsen är även den en viktig punkt att ha med i bolagsstyrningsrapporten anser Rosén.

Bolagsstyrningsrapporten har en hög tillförlitlighet, enligt Njäll på Kaupthing, eftersom bolagen genom att ta genvägar spelar ett högt spel där mycket kan gå förlorat, även då revisorer inte granskar rapporten. Bolagsstyrningsrapporten används därmed som ett komplement vid investeringsbeslut. Njäll litar på att högklassiga bolag sköter detta på ett trovärdigt sätt, men om några oegentligheter skulle komma upp till ytan skulle han snabbt förlora förtroendet för bolaget. Han menar även på att ledningens och styrelsens eget innehav i bolaget spelar en stor roll. Njälls förtroende ökar när ledning och styrelse även investerar privat i företaget vilket skapar målkongruens mellan ägare och ledningen. Detta då båda strävar efter samma mål och stort innehav tyder på mer engagemang.

Lindquist tycker att bolagsstyrningsrapporten är bra och att den fyller en funktion då den sätter vissa frågor under luppen. Han anser att formaliseringen är bra då bolag inte kan undkomma att ta upp dessa frågor, dock varierar intresset för dessa frågor beroende på företaget i fråga. Om det finns latent problem i företaget granskar Lindquist på Enter Kapital deras bolagsstyrningsrapport och ser över frågor kring ledning och ägare. Om ägare inte betett sig optimalt granskar Lindquist incitamentsprogrammen för att se hur involverade ledning och styrelse är i sammanhanget. Att en revisor inte granskar bolagsstyrningsrapporten ser Lindquist inte som någonting negativt, utan hans förtroende för företaget består.

Tingstorp på Simplicity har en annan uppfattning och anser att förtroendet ökar när en revisor granskar och hävdar att så är fallet med allt. Han ger därmed bolagsstyrningsrapporten lägre tillförlitlighet utan granskning. I lika stor utsträckning som Simplicity måste ge förtroende till sina andelsägare, måste företagen inge förtroende till fondbolaget hävdar Tingstorp. Han betonar att det alltid handlar om att ge ut rätt information i alla lägen. Rosén på Andra AP-fonden har en annan åsikt och anser att granskning av en revisor kan göra att vissa nyanser

Empiri

försvinner i bolagsstyrningsrapporten, exempelvis beskrivning av styrelsens arbete. Rosén känner inte alls något behov av revisorsgranskning.

Praxis har medfört högre krav på styrelsen under de senaste åren, berättar Rosén, men han kan inte uttala sig om det beror på Koden. Rosén berättar vidare att styrelsemedlemmar förr i tiden kunde ta in sina vänner i styrelsen utan att någon ifrågasatte det. Genom att det nu finns kommittéer och krav på att utvärdering ska ske kontinuerligt byts olämpliga personer ut och detta är något Rosén anser vara positivt. Han tycker även att Koden har förenklat hans arbete eftersom informationen nu tillhandahålls på ett mer lättillgängligt sätt. Tingstorp tycker att idén med Koden är bra och tror att det behövs då det kan öka kvalitén och likheten i bolagen, men har själv ingen uppfattning om huruvida Koden har förbättrat bolagsstyrningen. Tingstorp tror att den funktion Koden kan fylla är att skapa bättre informationsflöde och därigenom skapa förutsättningar för bättre kontroll och information, vilket är vad investerare behöver.

Lindquist på Enter Kapital har svårt att ge ett svar på frågan om Koden har förbättrat bolagsstyrningen men framhäver att den åtminstone inte haft några negativa inverknings. Det förtroendeskapande som Koden ska bidra till är något som Lindquist anser kommer ta lång tid. Han menar vidare att Koden inte har förändrat arbetsuppgifterna i märkvärd utsträckning, men poängterar att trots att Enter Kapital är ett litet fondbolag känner de en viss press på sig att ta upp dessa frågor och detta kan ha påverkat Lindquists arbetsuppgifter. Njäll på Kaupthing tycker inte heller att Koden har förändrat hans arbetsuppgifter sedan den infördes, men poängterar samtidigt att han endast arbetat med frågor rörande Koden i liten utsträckning innan dess införande.

Rosén på Andra AP-fonden berättar att de både investerar i bolag som följer Koden även i företag som inte gör det. De företag som inte följer Koden är de mindre som ännu inte omfattas av den. Då Koden framöver kommer utökas till att omfatta samtliga bolag på börsen kommer frågan om de följer Koden eller ej försvinna och det finns idag inga större företag som påstår att de inte följer Koden enligt Rosén. Tingstorp på Simplicity och Lindquist på Enter Kapital hävdar båda att de inte tar hänsyn till om det bolag de planerar att investera i, följer Koden eller ej. Dock är de intresserade av att investera i bolag som i allmänhet sköts på ett korrekt sätt. På Kaupthing investerar de inte enbart i företag som följer Koden utan Koden

Empiri

används mer som ett komplement vid investeringsanalysen. Vad Njáll på Kaupthing tar hänsyn till vid investeringsbeslut förutom Koden, vilket är av större betydelse, är totalanalysen, bolagets position, framtidsutsikter samt ledningens och styrelsens strategi.

Koden använder en princip som tillåter bolagen att avvika från Koden om de har en giltig förklaring till varför de avviker, vilket Njáll inte anser vara bra. Han vill snarare se att alla företag ska handla på likartade sätt. Nu ligger aktiebolagslagen som grund och det är då en blandning mellan lag och självreglering men Njáll på Kaupthing vill se så lite självreglering som möjligt för att kunna göra en korrekt jämförelse mellan olika företag. Han ser även positivt på möjligheterna att reglera Koden via lag, likt SOX i USA. För större bolag är lagregleringsalternativet bra men det kan bli för tidskrävande och kostsamt för de mindre bolagen anser Njáll. Han ser det som negativt att avvika från Koden då detta ger ett mindre förtroendeingivande intryck.

Tingstorp på Simplicity tror däremot att självreglering är något som kan fungera bara den granskas, då kvalitetssäkring är viktigt. Lindquist tycker rent spontant att Koden med dess självreglering är bra. Genom att utgå från aktiebolagslagen och komplettera med Koden skapas en bra ordning. Att avvika är ingenting han tycker är negativt om förklaringen är godtagbar, tvärtom kan detta enligt Lindquist göra att ett bolag blir mer trovärdigt. Han framhäver även att SOX i USA kan ses som strikt och krånglig att följa och att bolag därför ibland väljer att avnotera sig från den amerikanska börsen för att undkomma detta omfattande regelverk. Lindquist, liksom Rosén, tycker att det finns ett stort värde i att ha mycket självreglering då detta gör det möjligt för företag att vara mer flexibla. Som Lindquist säger, *”gäller det att hitta en balans mellan lagreglering och självreglering”*.

5.2.3 Förtroende

På Kaupthing anser Njáll att förtroende för ledning och styrelse erhålls genom att de levererar vad som lovats, vilket är viktigare än bolagsstyrningsrapporten i sig. Njáll får inget förtroende genom att bara studera bolagsstyrningsrapporten utan mötet med ledningen är av större betydelse för att skapa förtroende. Njáll tycker att det är bra att företagen upprättar en bolagsstyrningsrapport i enlighet med föreskrifter i Koden och instämmer i att ju mer information som presenteras i rapporten desto större blir förtroendet från marknaden. Företag

Empiri

som under en lång tid tillbaka visat sig pålitliga får ett plus i kanten av Njáll och ju utförligare bolagsstyrningsrapport företag upprättat desto bättre.

Rosén på Andra AP-fonden anser att det är viktigt att skilja mellan förtroende för ledningen i företaget och förtroendet för företaget i sig. För att få en uppfattning om förtroendet för ett bolag använder Andra AP-fonden all tillgänglig information, vilket innebär externinformation, konkurrenser, externa och interna analytiker samt de personliga kontakter som finns på företagsnivå.

Enligt Lindquist på Enter Kapital är förtroende de mjuka variablerna, exempelvis värderingar, hur ledningen fungerar samt hur kommunikationen sker. Förtroende har ingenting med de produkter som produceras och säljs att göra. Han förklarar även att ägare som är aktiva ofta har synpunkter som är styrande för bolaget. Detta kan både vara positivt och negativt och Lindquist anser att när det gäller förtroende ligger en stor del av förtroendekapitalet i just denna fråga. En annan viktig variabel för förtroendet är företagskulturen som är viktigt att uppmärksamma vid företagsbesök. Lindquist hävdar även att Enter Kapital har en tämligen stark uppfattning om företagen de har stora investeringar i eftersom de kontinuerligt träffar ledningen i bolagen. Flera av bolagen besöker de ett antal gånger om året och de passar då på att skriva ner allt som sägs för att kunna följa upp gamla anteckningarna från tidigare möten. Detta för att se om företaget drivs på ett konsistent sätt och lever upp till vad de lovar.

Simplicitys arbetsätt skiljer sig ifrån de andra fondbolagen då de lägger förtroendefrågan åt sidan. Tingstorp förklarar att en aktie lika gärna kan ha ett nummer istället för ett namn, då Simplicity endast ser till likviditeten och lägger allt annat åt sidan. Rent generellt anser Tingstorp att förtroende uppkommer då rapporteringen från bolaget är tillförlitlig samt att informationen uppdateras kontinuerligt.

Enligt Njáll på Kaupthing ligger största delen av förtroendet hos informationen från ledningen och inte vad som står i bolagsstyrningsrapporten. Han utgår alltid från att det går att lita på ledningen tills motsatsen är bevisad. Njáll anser även att företagets trovärdighet kan påverkas om bolagsstyrningsrapporten visar sig vara felaktig. Både Tingstorp och Lindquist håller med om att ledningen är viktigast när det kommer till förtroende. Är ledningen bra är garanterat bolagsstyrningsrapporten bra och det stämmer troligen i alla bolag, hävdar Tingstorp.

Empiri

Simplicity har ingen nära relation till ledningen i deras investeringsobjekt eftersom de inte gör företagsbesök. Detta illustreras med följande citat från Tingstorp:

”Fondbolaget East Capital har reklam för att de aldrig är på kontoret utan att de bara är ute hos företagen, medan vi gör tvärtom, vi befinner oss bara här på kontoret. Det är en väldig kontrast. Vi har till exempel aldrig varit i Indien, fast vi har den bästa Indienfonden för tillfället, med vår strategi spelar det ingen roll.”

Detta skiljer sig markant från Andra AP-fondens tillvägagångssätt då de har en mycket nära relation till de företag de investerar i för att försäkra sig om att företaget drivs på ett korrekt sätt. För att erhålla förtroende för ett företag nämner Rosén att det har blivit viktigare att se närmare på ledningens roll och här kan bolagsstyrningsrapporten användas som underlag för att inspektera ledningens agerande då de själva utformar bolagsstyrningsrapporten. Enligt Rosén har Koden förbättrat förtroendet för svenskt näringsliv och hänvisar till en studie som gjorts av Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning men poängterar samtidigt att det fortfarande finns synpunkter på företagsledares höga ersättningar. Dessa uppfattningar är något som har negativ påverkan på förtroendet. Njáll på Kaupthing tror däremot inte att Koden har ökat förtroendet för svenskt näringsliv. Lindquist anser att det är mycket svårt att mäta förtroende men har uppfattningen att Koden i alla fall inte har försämrat förtroendet för det svenska näringslivet. Tingstorp på Simplicity har ingen uppfattning huruvida Koden har ökat förtroendet för svenskt näringsliv.

Rosén på Andra AP-fonden kan inte med säkerhet säga om en investering har avbrutits på grund av att ett företag inte följt Koden. Dock har de sålt aktier i företag som inte har agerat i enlighet med Andra AP-fondens ägarpolicy, men detta kan inte kopplas direkt till Koden förklarar Rosén. Likaså vet inte Njáll om en investering avbrutits på grund av att Kodens regelverk inte har efterlevts. Han menar dock att det skulle kunna vara möjligt att en investering inte genomförts om bolaget frångått Koden då det kan ses som en kvalitetssänkning att utelämna information men kan samtidigt inte nämna något konkret fall.

Lindquist berättar att investeringar som kunnat räknas hem har avbrutits då områden som berör Kodens riktlinjer har ifrågasatts av Enter Kapital. Detta då de ansett att en person med

Empiri

stor ägarandel uppfört sig felaktigt och gjort affärer som definitivt inte borde ha genomförts. Enter Kapital hade då inget intresse av att investera i företaget så länge personen satt kvar som ägare.

Vid frågan om Koden kan förebygga oegentligheter i framtiden svarade Rosén, Njáll och Lindquist att så nog inte är fallet. Rosén tillägger att Koden sannolikt kan förhindra en del oegentligheter men att det alltid dyker upp andra problem som inte regleras i Koden. Lindquist följer även han Roséns spår men tillägger samtidigt att oegentligheter beror på människors girighet och omdömeslöshet och detta kan vara svårt att reglera bort. Njáll anser att det vore bättre att reglera Koden i lag eftersom det då blir straff vid avvikning.

6 Analys

I detta kapitel kommer den insamlade empirin att analyseras utifrån de teorier som behandlats. Analysen har samma upplägg som empirin och liksom den teoretiska referensramen ligger fokus på förtroende.

6.1 Investeringsprocessen

Hellman (2005) fann i sin studie att det råder skillnader mellan större och mindre institutionella investerare vad gäller informationshantering vid investeringsprocessen. I denna uppsats som undersöker fyra fondbolag av varierande storlek kan vi urskilja både likheter och olikheter med Hellmans (2005) studie. Till likheterna hör att de mindre fondbolagen väljer att avgränsa sig till ett färre antal företag som de följer och analyserar, detta är exempelvis fallet hos Enter Kapital som endast följer företag av intresse. Andra AP-fonden däremot som får anses vara ett större fondbolag följer kontinuerligt de 80-100 största företagen i Sverige. Vad som däremot skiljer sig från Hellmans (2005) studie är att de mindre fondbolagen i vår undersökning gör sina egna analyser och inte köper in dessa från externa analyshus. Detta samtidigt som Andra AP-fonden med störst resurser även väljer att köpa in externa analyser. Ett undantag i detta fall är Simplicity som använder en kvantitativ investeringsmodell, vilket innebär att de inte har något behov av att köpa in externa analyser utan väljer istället att avgränsa sig till aktier med hög omsättning. Detta då Simplicity inte har för avsikt att påverka ledningens arbete utan vill kunna sälja av sitt innehav direkt när de önskar.

Enligt Hellman (2005) justeras fondförvaltarnas prognoser för investeringsobjekt i efterhand med ett antal kvalitativa faktorer. Gemensamt för både Enter Kapital och Kaupthing är att de även tar hänsyn till kvalitativa faktorer vid investeringsbeslut, som exempelvis ledningens arbete och etiska frågor. Andra AP-fonden har däremot två olika portföljer där den ena är speciellt inriktad på att hitta företag med en förbättringspotential ur ägarsynpunkt. Detta är intressant att notera då Hellman (2005) i sin undersökning skriver att de institutionella investerarna inte kan förväntas ta ansvar i bolagsstyrningsprocesser då detta kan komma att kompromissa med deras finansiella logik. Andra AP-fonden agerar därmed på ett sätt som helt avviker från Hellmans (2005) slutsatser och de anser att engagemang i bolagsstyrningsfrågor ökar fondens avkastning. Då Simplicity använder sig av en kvantitativ trendmodell undviker de därmed kvalitativa faktorer. Andra AP-fonden har även de funnit det

intressant att ta hänsyn till globala bolagsförändringar samt att även följa upp trender som är viktiga.

6.2 Svensk kod för bolagsstyrning

Fondförvaltarna kan inte säga med säkerhet om det är just på grund av Koden som bolagsstyrningen förbättrats eller om det beror mer allmänt på ett ökat förtroende i näringslivet. De är dock alla överens om att det kan minska informationsasymmetrin mellan principal och agent genom att Koden ökar informationsflödet vilket leder till större transparens. Fondförvaltarna är överens om att Koden är ett bra informationskomplement vid investeringar men vid investeringsbeslut spelar den en underordnad roll.

I dagsläget omfattar Koden endast större bolag på Stockholmsbörsen vilket medför att ett fondbolag som Andra AP-fonden inte enbart investerar i bolag som följer Koden, då mindre företag inte omfattas av Koden. Varken Lindquist på Enter Kapital eller Njäll på Kaupthing ser Koden som något primärt att beakta vid investeringsbeslut. De tar inte hänsyn till om potentiella investeringsobjekt följer Koden utan ser det som ett komplement men poängterar samtidigt att de är intresserade av att investera i bolag som sköts på ett korrekt sätt. Simplicity likt Kaupthing och Enter Kapital tar inte hänsyn till om Koden följs, detta då Simplicity tillvägagångssätt är unikt.

Andra AP-fonden är det enda fondbolaget som granskar bolagsstyrningsrapporten noggrant. Anledningen till detta är att Andra AP-fonden i samband med Kodens införande började arbeta med en egen ägarpolicy innehållande tio ägarprinciper som bland annat berör kapitalstruktur, bolagsstruktur, styrelse och ledning. Rosén påpekar att bolagsstyrningsrapporten besvarar många frågor kring styrelse och ledning som har betydelse vid den interna analysen. Enter Kapital granskar bolagsstyrningsrapporten om det finns latent problem i ett företag av intresse för att se över frågor kring ledning och ägare. Granskning av bolagsstyrningsrapporten är därmed inget obligatoriskt moment som sker vid en investering.

Lindquist på Enter Kapital berättar att bolagsstyrningsrapporten får mindre betydelse när ett bolag har följts under en längre tid. Detta ligger i linje med Tomkins (2001) inverst U-formade relation mellan förtroende och information som visar att informationsbehovet som

Analys

krävs för att vidhålla en relation sannolikt minskar i senare stadier. På Kaupthing används bolagsstyrningsrapporten som ett komplement vid investeringsbeslut. I kontrast till de övriga fondbolagen åsidosätter Simplicity bolagsstyrningsrapporten helt på grund av deras kvantitativa investeringsmodell.

Då bolagsstyrningsrapporten ej granskas av en revisor anser Tingstorp på Simplicity att den får en lägre tillförlitlighet. Njáll på Kaupthing anser att bolagsstyrningsrapporten har hög tillförlitlighet även då revisorer inte granskar den. Lindquist på Enter Kapital anser inte heller att förtroendet påverkas utan revisorsgranskning. Rosén på Andra AP-fonden har en annan uppfattning och anser att vissa nyanser försvinner då en revisor granskar bolagsstyrningsrapporten och är därmed negativt inställd till revisorsgranskning. Enligt Mayer et al. (1995) har formella utvägar för att komma tillrätta med egennyttigt beteende visat sig vara svaga. Detta är vad Rosén uttrycker att revisorsgranskning är till för att skapa organisatorisk legitimitet, vilket han inte anser ger önskad effekt utan poängterar att användbara nyanser som en fondförvaltare kan ha användning av då försvinner.

Både Rosén på Andra AP-fonden och Tingstorp på Simplicity anser att Kodens införande har bidragit till att företagsinformation numera har blivit mer lättillgänglig. Detta kan minska informationsasymmetrin och sänka kostnaden för att erhålla nödvändig information som är användbar vid investeringsbeslut. Koden har därmed förenklat Roséns arbete. Både Lindquist och Njáll konstaterar dock att Kodens införande inte i någon större utsträckning har förändrat deras arbetsuppgifter.

Den sociala förtroendeskolan hävdar att lita eller att inte lita på någon beror på hur sannolikt det är att förtroendet inte missbrukas, vad som eventuellt skulle kunna vinnas eller förloras och vilka konsekvenser som kan uppstå. Lindquist på Enter Kapital och Rosén på Andra AP-fonden ser ett stort värde i att ha en hög grad av självreglering. Det som då kan vinnas genom att lita på att bolagen kan hantera möjligheterna med självreglering på ett korrekt sätt är att företagen får utrymme för flexibilitet. Njáll däremot har inte samma tillit till att företagen agerar korrekt utan ser positivt på möjligheten att reglera Koden via lag. Han ser även förlorade möjligheter att göra korrekta jämförelser mellan företag då det råder självreglering. Intressant att notera är hur fondförvaltarnas uppfattning om avvikelser från Koden skiljer sig. Njáll på Kaupthing ser detta som något negativt, att det inskränker på förtroendet. Däremot är

Analys

både Lindquist och Rosén överens om att avvikelser är positiva så länge förklaringarna är godtagbara och att detta faktiskt kan göra bolagen mer trovärdiga.

6.3 Förtroende

Vid investeringar uppstår en förtroendesituation då fondbolagens förvaltare är villig att ta en risk, vilket är ett kännetecken hänförligt till alla förtroendesituationer. Enligt Kee & Knox (1970) måste det finnas meningsfulla incitament på spel och för fondbolagen är dessa incitament ekonomiska vilket indirekt påverkar förtroendet hos deras kunder. Förtroende är i bred mening att ha tillit till att ens förväntningar blir realiserade, vilket överensstämmer med den situation fondbolagets förvaltare befinner sig i. Även Mayers et al. (1995) förtroendedefinition, av att vara sårbar i en relation, speglar fondförvaltarnas situation då de inte fullt ut kan övervaka och kontrollera de bolag de investerar i.

Tomkins (2001) menar på att förhållandet mellan förtroende och informationskrav är komplext och i viss utsträckning måste de tillåtas att inte vara varandras motsatser. Detta komplexa förhållande kan urskönjas ur hur de olika respondenterna ser på förtroende. Simplicity är ett konkret och speciellt fall då de helt lägger förtroendefrågan åt sidan. Då företaget överhuvudtaget inte beaktar förtroendefrågan är informationsbehovet icke existerande. Detta förklarar varför företaget inte besöker företag eller läser bolagsstyrningsrapporter, de behöver helt enkelt inte denna information på grund av det valda arbetssättet. Hos de tre andra fondförvaltarna är informationen från företagsledningarna, i intressanta investeringsobjekt, av större intresse.

Tre av fyra företag samlar in information genom företagsbesök eftersom de inte anser att årsredovisningen och bolagsstyrningsrapporten ger tillräckligt med information. Detta kan stödjas av Hellmans (2005) undersökning som visar på att företagsbesök kan öka vinsten för investerare. Företagsbesök kan även minska informationsasymmetrin då fondförvaltarna kan ta del av den information som ledningen besitter. För att en investerare i de flesta fall ska kunna göra en bra investering och en rättvis bedömning av bolaget krävs det fullständig information från ledningens sida. Om asymmetri skulle infinna sig kommer analysen baseras på ofullständig information och detta kan leda till dåliga investeringsbeslut från fondförvaltarens sida.

Analys

Andra AP-fonden samlar in all tillgänglig information för att bland annat få en uppfattning om förtroendet för ett bolag. Detta kan illustreras med den initiala fasen i Figur 3.1. När relationen sedan går vidare via mer intensiva företagsbesök finns det en positiv förbindelse mellan förtroende och information, förtroendet kan helt enkelt inte växa utan mer information. Enligt Tomkins (2001) är det sannolikt att det i senare stadier av en etablerad relation krävs mindre information för att vidhålla förtroendet. Detta kan exemplifieras med Enter Kapitals förvaltare Lindquist som förklarar att då han följt ett företag under ett antal år ökar förtroendet och då blir informationen från årsredovisningen och bolagsstyrningsrapporten inte lika betydelsefull.

För att förtroendet ska överleva krävs det, enligt Tomkins (2001), kontinuerliga möten som består av informationsutbyten mellan parter. Alla fondbolagens förvaltare utom Simplicitys betonar vikten av många företagsbesök och anser att förtroendet främst ligger hos ledningen i bolaget. Här kan en sammankoppling till företagets bolagsstyrningsrapport ske. Enligt Rosén på Andra AP-fonden kan bolagsstyrningsrapporten användas som underlag för att se närmare på lednings roll och erhålla förtroende för företaget då ledningen själva utformar rapporten. En intressant detalj som bör beaktas är att Njäll på Kaupthing anser att förtroendet framförallt ligger hos ledningen och inte vad som står i bolagsstyrningsrapporten. Detta uttalande kan ses som aningen motsägelsefullt då ledningen själv utformar bolagsstyrningsrapporten, vilket borde betyda att om förtroende finns för ledningen bör det även finnas för bolagsstyrningsrapporten. Detta är precis vad Tingstorp på Simplicity nämner, att är ledningen bra är även bolagsstyrningsrapporten bra.

Enligt Hausman (2002) måste tre villkor uppfyllas för att ett företag ska vara förtroendeingivande. Ett av villkoren är att de ska hålla sitt åtagande även om det visar sig vara ekonomiskt ofördelaktigt att göra detta. Njäll berättar att han får sitt förtroende från ledningen när de håller sina åtaganden. Samma mönster kan urskiljas från Lindquist som går tillbaka till sina anteckningar från tidigare möten för att se att de som sades har infriats. Lindquist förtydligar även att förtroende har med de mjuka variablerna att göra det vill säga hur ledningen fungerar och inte vilka produkter som produceras och säljs. Lindquist nämner även att om Enter Kapital har följt ett företag en längre tid byggs ett förtroende upp vilket medför att årsredovisningen och bolagsstyrningsrapporten inte blir särskilt intressanta att studera. Detta går i linje med Hausmans (2002) teori, att ett rykte om att hålla sina åtaganden

Analys

är av värde eftersom andra kan förutsäga att ett företag som tidigare visat sig vara förtroendeingivande även kommer vara det i liknande situationer i framtiden.

Enligt agentteorin kan målkongruens skapas mellan en principal (ägare) och en agent (ledning) genom att knyta agentens prestation till ett incitamentsprogram. Detta kan kopplas till det Njäll själv anser att förtroendet ökar när ledning och styrelse investerar privat i företaget då detta leder till att de strävar efter samma mål.

Fondförvaltarna är inte djupt insatt i företaget utan måste lita på att det är kompetent inom sitt område och att ledningen är skicklig på att driva företaget på ett framgångsrikt sätt. Skicklighet är en av de kännetecknande faktorerna för en förtroendetagare. Förtroendetagaren i detta fall är företaget som fondbolagets förvaltare investerar i. Detta är något som Lindquist får en uppfattning om när Enter Kapital följt ett företag under en längre tid. En annan faktor av betydelse hos en förtroendetagare är egenskapen att vilja någon väl, vilket kan uppstå vid de personliga kontakter som sker vid fondförvaltarnas företagsbesök. Då knyts banden mellan förtroendegivaren (fondförvaltaren) och förtroendetagaren (företaget). De kontakter som uppstår vid företagsbesök upprätthåller bandet mellan fondförvaltaren och företaget och därmed skapas förutsättningar för att välviljan ska bestå. Den sista kännetecknande faktorn för en förtroendetagare är integritet mellan parterna, som i detta fall är fondförvaltare och företag. Lindquist på Enter Kapital och Njäll på Kaupthing undviker att investera i företag som inte håller sig till en uppsättning principer som de anser vara acceptabla. Rosén berättar att aktieinnehav har sålts av i företag som inte följt Andra AP-fondens etiska och moraliska policy.

På grund av tidigare oegentligheter kommer det ta tid att återskapa det förtroende som tidigare existerade enligt Lindquist. Han tror även att det förtroendeskapande som Koden ska bidra till kommer ta lång tid att återupprätta. Detta styrks av teorin om att förtroende är något som kräver stora ansträngningar i form av tid och pengar för att återbygga och som kan gå förlorat över en natt. Kodens införande kommer inte helt att eliminera sannolikheten att parter agerar mot andra parter intressen. Andra AP-fonden, Enter Kapital och Kaupthing instämmer med detta.

7 Slutsats och diskussion

Detta kapitel presenterar de slutsatser vi har kommit fram till utifrån analysen. Vi kommer även att ge förslag på vidare studier som vi finner intressant efter att ha skrivit denna uppsats samt diskutera dess begränsningar.

7.1 Slutsats

Hur ser investeringsprocessen ut för fondbolagen och skiljer sig processen åt beroende på fondbolagens storlek?

Investeringsprocessen skiljer sig åt mellan de fondbolag som ingått i undersökningen. Andra AP-fonden, Enter Kapital och Kaupthing använder sig alla av en likartad fundamental analys. Simplicity är ett undantag som skiljer sig från de övriga tre genom att de använder en kvantitativ analysmodell, vilket är ovanligt bland svenska fondbolag. Trots stora skillnader i förvaltad kapital använder Enter Kapital och Kaupthing samma kvalitativa analysmetod vid investeringar som Andra AP-fonden.

Andra AP-fondens storlek gör att de har möjlighet att kontinuerligt följa och analysera fler bolag. Enter Kapital och Kaupthing inriktar sig istället på ett fåtal bolag som de följer noggrant. Då både Enter Kapital och Kaupthing har nära relationer till de bolag de investerar i finner vi ej stöd för Hellmans teorier om att endast större institutionella investerare genomför personliga besök. Simplicity stämmer i och för sig in på Hellmans tidigare nämnda teori men detta beror inte på deras storlek utan är uteslutande hänförligt till Simplicitys investeringsprocess. Utifrån de fyra fondbolag som undersökts kan slutsatsen dras att det inte bara är storleken som är av betydelse för hur investeringsprocessen ser ut.

Hur tar fondförvaltare vid investeringar hänsyn till om de noterade bolagen följer Svensk kod för bolagsstyrning?

Koden är inte det första någon av fondförvaltarna tar hänsyn till vid investeringar. Vidare föreligger det skillnader i hur de vid investeringar använder bolagsstyrningsrapporten. Simplicity tar överhuvudtaget inte hänsyn till om de noterade bolagen de investerar i följer Koden på grund av deras investeringsmodell. Enter Kapital och Kaupthing ser Koden som ett komplement och tar ej hänsyn till om möjliga investeringsobjekt följer den. Andra AP-fonden som är det största fondbolaget i undersökningen tar hänsyn till Koden och granskar därför

Slutsats och diskussion

bolagsstyrningsrapporten noggrant. Fondförvaltarnas syn på avvikelser från Koden skiljer sig då Njáll från Kaupthing ser det som något negativt medan Rosén på Andra AP-fonden och Lindquist på Enter Kapital ser avvikelser som positiva om motiveringarna är godtagbara.

Vad inger förtroende i de bolag fondförvaltare investerar i och hur byggs detta förtroende upp?

Det går utifrån förtroendeteorin att dra slutsatsen att de fondförvaltare i undersökningen som använder sig av en fundamental analys befinner sig i en förtroendesituation. Simplicity som tillämpar en kvantitativ investeringsmodell, blandar inte in subjektiva bedömningar, undviker däremot helt förtroendefrågan. För Andra AP-fonden, Enter Kapital och Kaupthing är det företagsledningen som till största del inger förtroende. Då ledningen är de som utformar bolagsstyrningsrapporten inger även denna rapport en del av förtroendet. Speciellt Andra AP-fonden granskar bolagsstyrningsrapporten noggrant vilket troligtvis beror på att bolagsstyrningsrapporten berör några av de kriterier som finns i deras ägarlogg och som i den är obligatoriskt att granska.

Förtroendet för företag byggs upp genom företagsbesök då de tre fondförvaltarna som använder en fundamental investeringsmodell anser att informationen från årsredovisningen och bolagsstyrningsrapporten ej är tillräcklig för att bygga upp förtroendet. Enter Kapital och Kaupthings förtroende för bolag de investerar i bygger i stor utsträckning på att företagen och dess ledning står fast vid och levererar vad som sagts vid tidigare företagsbesök. Inledningsvis när förtroendet för ett företag byggs upp är informationsbehovet stort men detta avtar successivt när ett företag har följts under ett antal år och förtroendet ökat. Avslutningsvis kan det konstateras att Koden inte ligger till grund för förtroendeskapandet i någon större utsträckning utan förtroende byggs upp via möten med ledningen och att de infriar sina åtaganden.

7.2 Vidare studier

Under uppsatsens gång har ytterligare frågor dykt upp som skulle varit intressanta att studera vidare. Det hade varit intressant att genomföra en kvantitativ undersökning av ett större antal fondbolag för att kunna dra generella slutsatser och se om det finns stöd för det som framkommit i denna uppsats.

Slutsats och diskussion

När denna undersökning genomfördes hade Koden inte varit i bruk särskilt länge då den infördes 2005. En undersökning skulle därför vara aktuell om några år för att se om Kodens uppgift att stärka förtroendet för svenskt näringsliv har uppfyllts då förtroende tar lång tid att återupprätta.

Med tiden kommer alla svenska bolag noterade på Stockholmsbörsen omfattas av Koden och det skulle då vara intressant att genomföra en liknande undersökning för att se hur fondförvaltare då tar hänsyn till Koden.

7.3 Begränsningar i undersökningen

I en kvalitativ undersökning är det svårt att uppskatta trovärdigheten då intervjuer genererar subjektiva data. Vi kan därför inte styrka att det som framkommit i intervjuerna är helt sanningsenligt. En begränsning i undersökningen är kunskapen om Koden hos fondförvaltaren på Simplicity då de använder en kvantitativ investeringsmodell som inte tar hänsyn till Koden. Detta medförde att svar på vissa frågor uteblev och vissa frågor ströks helt. Vidare hade vår respondent på Kaupthing endast arbetet med frågor rörande Koden under en begränsad tid vilket innebar att fullständiga svar på ett fåtal frågor inte kunde erhållas.

Referenser

Tryckta källor

- Alvesson, M. & Sköldbberg, K. (1994) *Tolkning och reflektion: Vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*. Studentlitteratur, Lund
- Baldvinsdottir, G. & Johansson, I-L. (2006) Förtroende som illusion – skärpt reglering av revision? I *Värdet av Förtroende*, Red. Johansson, I-L, Jönsson, S. och Solli, R., Studentlitteratur, Lund
- Blomqvist, K. (1997) *The many faces of trust*. Scandinavian Journal of Management, Vol. 13, No. 3 s. 271-286.
- Brealey R. A., Myers C. S. & Franklin A. (2006), *Corporate Finance*, 8e upplagan. McGraw-Hill/Irwin, New York
- Christensen, L. (2001) *Marknadsundersökning: en handbok*. Studentlitteratur, Lund
- Gomez, U. (2006) Med uppdrag att skapa förtroende I *Värdet av Förtroende*, Red. Johansson, I-L, Jönsson, S. och Solli, R., Studentlitteratur, Lund
- Hatch, M. J. (2002) *Organisationsteori – Moderna, Symboliska och postmoderna perspektiv*. Studentlitteratur, Lund
- Hausman, D. M. (2002) *Trustworthiness and self-interest*. Journal of banking and finance, Vol. 26, s. 1767-1783.
- Holme, I. M. & Solvang, B. K. (1997) *Forskningsmetodik: om kvalitativa och kvantitativa metoder*. Studentlitteratur, Lund
- Hellman, N. (2005) *Can we expect institutional investors to improve corporate governance*, Scandinavian Journal of Management, Vol. 21, s. 293-327.
- Huemer, L. (1998) *Trust in business relations, economic logic or social interaction?* Boréa Bokförlag, Umeå
- Huemer, L. (2001) Om förtroende och affärsrelationer. I *Tillitens ansikte*, Red. Aronsson, G. & Karlsson, J. C. Studentlitteratur, Lund
- Johnson-George, C. & Swap, W. (1982) *Measurement of specific interpersonal trust: Construction and validation of a scale to assess trust in a specific other*. Journal of Personality and Social Psychology. Vol. 43 s. 1306-1317.
- Kee, H. W. & Knox, R. E. (1970) *Conceptual and methodological considerations in the study of trust*. Journal of Conflict Resolution. Vol. 14 s. 357-366.
- Luhmann, N. (1988) Familiarity, confidence, trust: Problems and alternatives. I *Trust* Red. Gambetta, D. G., Basil Blackwell, New York

Referenser

- Mayer, R. C., Davis, J. H., Schoorman, F. D. (1995) *An integrative model of organizational trust*. *Academy of Management Review* Vol. 20. No. 3, 709-734.
- Merriam, S. B. (1994) *Fallstudien som forskningsmetod*. Studentlitteratur, Lund
- Patel, R. & Davidson, B. (1994) *Forskningsmetodikens grunder: att planera, genomföra och rapportera en undersökning*. Studentlitteratur, Lund
- Polesie, T. (1991) *Continuity and change*. BAS förlag, Handelshögskolan vid Göteborgs universitet
- Rapp, B. (1999) *Principal-Agent and Transaction Cost Theories in Business Modelling. I Perspectives on Business Modelling: Understanding and Changing Organizations*. Red. Nellborn, C., Nilsson A., och Tolis, C., Springer Förlag, Berlin
- Rotter, J. B. (1967) *A new scale for the measurement of interpersonal trust*. *Journal of Personality* Vol. 35 s. 651-665.
- Schürer, A. (2007) *Ideografisk företagsekonomi – tanken att företag är olika och unika. I Företagsanalys i dess komplexitet*, Red. Baldvinsdottir, G., Johansson, I-L., Nørreklit, H., Bokförlaget BAS, Göteborg
- Skog, R. (2005) *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?* Almqvist & Wiksell, Uppsala
- Svenning, C. (1996) *Metodboken: en bok om samhällsvetenskaplig metod och metodutveckling*. Lorentz, Eslöv
- Thurén, T. (1997) *Källkritik*. Almqvist & Wiksell, Stockholm
- Tomkins, C. (2001) *Interdependencies, trust and information in relationship, alliances and networks*. *Accounting, Organizations and Society* Vol. 26 s. 161-191.
- Wiedersheim-Paul, F. & Eriksson, L.T. (1997) *Att utreda, forska och rapportera*. Liber, Malmö
- Yin, R. K. (1984) *Case study research: design and methods*. Sage Newbury Park, Kalifornien
- Intern styrning och kontroll i staten – Förslag till ett gemensamt ramverk* (2006). Stockholm: Fritzes. (Ds departementsserien 2006:15)

Elektroniska källor

- Aktiespararna. (2006) Avgifter. Tillgänglig www:
<http://www.aktiespararna.se/lar-dig-mer/Grundskolor/Fondkunskap/Avgifter/>
(Hämtad den 7 december 2007, klockan 09:50)
- Andra AP-fonden (2007) Detta är Andra AP-fonden. Tillgänglig www:
<http://www.ap2.se/template/Page.aspx?id=229> (Hämtad den 5 december 2007,
klockan 20:40)
- Enter Kapital (2007) Detta är Enter. Tillgänglig www:
<http://www.enterkapital.se/ThisIsEnter.htm> (Hämtad den 5 december 2007,
klockan 20:20)
- Finansinspektionen. (2007a) Fondinnehav. Tillgänglig www:
http://www.fi.se/Templates/Page_fonderstart_2289.aspx?fondmode=2
(Hämtad den 14 november 2007, klockan 20:30)
- Finansinspektionen. (2007b) Om Finansinspektionen. Tillgänglig www:
http://www.fi.se/Templates/StartSectionPage_168.aspx (Hämtad den 9
december 2007, klockan 20:30)
- Fondbolagens förening. (2006) Fondsparandet i Sverige 2006. Tillgänglig www:
http://www.fondbolagen.se/upload/fondsparandet_i_sverige_2006.pdf (Hämtad
den 7 december 2007, klockan 10:50)
- Fondbolagens förening. (2007a) Fondförmögenhet 2007-09-30. Tillgänglig www:
http://www.fondbolagen.se/upload/fondformogenhet_2007_003.xls (Hämtad
den 7 december 2007, klockan 10:00)
- Fondbolagens förening. (2007b) Fondmarknadens utveckling i Sverige. Tillgänglig www:
[http://www.fondbolagen.se/StatistikStudierIndex/FondmarknadensUtveckling.as
px](http://www.fondbolagen.se/StatistikStudierIndex/FondmarknadensUtveckling.aspx) (Hämtad den 7 december 2007, klockan 10:30)
- Fondbolagens förening. (2007c) Riktlinjer för fondbolagens ägarutövande. Tillgänglig www:
[http://www.fondbolagen.se/upload/riktlinjer_f%C3%B6r_%C3%A4garut%C3%
B6vande_rev_feb_07_002.pdf](http://www.fondbolagen.se/upload/riktlinjer_f%C3%B6r_%C3%A4garut%C3%B6vande_rev_feb_07_002.pdf) (Hämtad den 9 december 2007, klockan 20:30)
- Fondspara av Fondbolagens förening. (2006) Att fondspara. Tillgänglig www:
http://www.fondspara.se/html/att_fondspara.html (Hämtad den 7 december
2007, klockan 10:00)
- Kaupthing (2007) Om Kaupthing Bank Sverige. Tillgänglig www:
<http://www.kaupthing.se/Hem/Om-Kaupthing> (Hämtad den 5 december 2007,
klockan 20:30)
- Simplicity (2007) Om fondbolaget. Tillgänglig www: <http://www.simplicity.se/> (Hämtad den
5 december 2007, klockan 20:50)

Referenser

- SOU (Statens offentliga utredningar) (2002) *Investeringsfonder förslag till ny lag 2002:56*. Online. PDF format. Tillgänglig [www: http://www.regeringen.se/sb/d/108/a/1664](http://www.regeringen.se/sb/d/108/a/1664) (Hämtad den 13 november 2007, klockan 14:20)
- SOU (Statens offentliga utredningar) (2004). *Svensk kod för bolagsstyrning – Förslag från Kodgruppen 2004:46*. Stockholm: Fritzes. Online. PDF format. Tillgänglig [www: http://www.regeringen.se/content/1/c6/01/93/48/c252541b.pdf](http://www.regeringen.se/content/1/c6/01/93/48/c252541b.pdf) (Hämtad den 12 november 2007, klockan 11:50)
- SOU (Statens offentliga utredningar) (2004) *Näringslivet och förtroendet 2004:47*. Online. PDF format. Tillgänglig [www: http://www.regeringen.se/sb/d/108/a/20445](http://www.regeringen.se/sb/d/108/a/20445) (Hämtad den 12 november 2007, klockan 12:30)
- SOU (Statens offentliga utredningar) (2004) *Svensk kod för bolagsstyrning – Betänkande från Kodgruppen 2004:130*. Stockholm: Fritzes. Online. PDF format. Tillgänglig [www: http://www.bolagsstyrning.se/files/docs/2006/SOU2004_130.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/files/docs/2006/SOU2004_130.pdf) (Hämtad den 12 november 2007, klockan 11:40)
- Spurzem, B. (2007) Sarbanes-Oxley Act. Tillgänglig [www: http://searchcio.techtarget.com/sDefinition/0,,sid19_gci920030,00.html](http://searchcio.techtarget.com/sDefinition/0,,sid19_gci920030,00.html) (Hämtad den 13 november 2007, klockan 10:10)
- Svenska Bankföreningen (2007) Ordlista. Tillgängligt [www: http://www.bankforeningen.se/Bankkunder/Ordlista.aspx](http://www.bankforeningen.se/Bankkunder/Ordlista.aspx) (Hämtad den 27 november 2007, klockan 13:40)

Respondenter

- Njäll. Kaupthing, telefonintervju den 28 november 2007
- Lindquist, Sten. Enter Kapital, personlig intervju den 28 november 2007
- Rosén, Carl. Andra AP-fonden, telefonintervju den 29 november 2007
- Tingstorp, Henrik. Simplicity, personlig intervju den 29 november 2007

Bilaga 1. Intervjuguide

Berätta lite kort om dig själv och din bakgrund?

Vad är din nuvarande befattning?

Hur länge har du varit verksam inom fondförvaltning?

Hur bedömer ni er själva storleksmässigt jämfört med andra fondförvaltare?

Kan du beskriva investeringsprocessen som leder fram till lämpliga investeringsobjekt?

Vad inleder du med att studera i en årsredovisning, för ett intressant investeringsobjekt?

Hur mycket fokuserar du på att studera bolagsstyrningsrapporten? Kan du precisera vad du letar efter när du granskar den?

Har du en uppfattning om att Koden förbättrat bolagsstyrningen efter införandet?

Hur har införandet av Koden påverkat dina arbetsuppgifter?

Hur hög tillförlitlighet ger du bolagsstyrningsrapporten då revisorerna inte granskar den?

Hur stor vikt läggs vid följa, förklara? Ifrågasätter du företagets motivering till avvikelser från Koden? Ser ni avvikelse från Koden som något negativt?

Investerar ni bara i företag som följer Koden?

Vad är din uppfattning vad gäller självreglering kontra lagreglering, hade det varit bättre att Kodens efterlevnad var reglerad genom lagstiftning?

Vilka faktorer är viktigast för dig som investerare för att du ska få förtroende för ett företag?

Anser du att Koden nu, några år senare, har lyckats nå upp till sitt syfte att stärka förtroendet för svenskt näringsliv? Hur har ditt förtroende för svenskt näringsliv påverkats sedan införandet av Koden?

Har tillvägagångssättet vid investeringar ändrats sedan införandet av Koden? Ingår Koden som ett obligatoriskt moment att studera och granska? Har en investering avbrutits på grund av företag som ej följer Koden och vad är i så fall orsaken?

Förtroendet, ligger det hos bolagsstyrningsrapporten eller informationen från ledningen? Hur nära relation har du som fondförvaltare till ledningen?

Kan du se någon tydlig skillnad mellan förtroendet idag jämför med tiden innan Koden hade införts?

Hur kan man säkerställa att bolagsstyrningsrapporterna är tillförlitliga?