

ROLF EIDEM

Den institutionella revolutionen

Trots allt tal om Sverige som en blandekonomi med stor offentlig sektor och en egen modell för lönebildning och arbetsmarknadspolitik, så kan vårt land fortfarande bäst beskrivas som en decentraliserad, kapitalistisk marknadsekonomi.

Huvuddelen av våra inkomster uppstår i företag av aktiebolagets typ, där enskilda aktieägare antas spela en viktig roll både som kapitalförsörjare och som övervakare av och initiativtagare genom företagsledningen. Förutsättningarna för rollen är olika i mindre och medelstora aktiebolag, där personalunioner mellan företagsledningen och ägarfunktionen är vanliga, och stora aktiebolag, där aktieägarna till helt övervägande del är "externa kapitalister" utan någon annan roll i bolaget än aktieägarens.

Det är i framför allt två avseenden som förutsättningarna för ägarrollen förändras, när företagsledningen/"internkapitalisten" får "externa kapitalister" till hjälp. Det första kan vi kalla *information*: hur skall den "externa kapitalisten" kunna hålla sig informerad om vad som händer och kan komma att hända i företaget? Aktieägare av denna typ måste på eget initiativ skaffa sig kunskaper.

Detta för över till en andra aspekt – *incitamentsaspekten*: om det nu visar sig tekniskt möjligt att skaffa sig relevant information, hur kan man vara säker på att de faktiskt gör det och sedan också reagerar genom stämman eller styrelse och aktivt söker förändra olika förhållanden i företaget. "Varför skall just jag ta på mig kostnaderna för ett sådant ägaransvar?", kan många tänka.

I den offentliga debatten är begreppet "ägaransvar" egentlig ganska nytt. Arkeotypen för den externa kapitalisten i vårt land har länge varit rika familjer – med familjen Wallenberg i spetsen – vilkas

förmåga och incitament att hålla sig informerade i ägarrollen aldrig på allvar ifrågasatts.

Inom arbetarrörelsen har man visserligen ofta haft starka känslor mot rika familjer i allmänhet och rika aktieägarfamiljer i synnerhet, men den sistnämnda gruppen har framför allt varit en måltavla inför sammandrabbningarna på *arbetsmarknaden*. Den rika aktieägarfamiljens roll som *producent* – med en fot i företaget och den andra i *kapitalmarknaden* – har egentligen i obegripligt ringa grad intresserat politikerna och forskarna.

Från vänster har "profithungern" setts som ett fullgott incitament och informationsproblemet betraktats som sekundärt. Och från höger har man inte velat väcka den björn som sover. Följaktligen har efterfrågan i vårt land på forskning och kunskaper kring aktieägarrollen, och innebörden av ett s k ägaransvar, varit anmärkningsvärt liten.

Försök skingra dimmorna

Mot den bakgrunden är det med stort intresse man emotser varje nytt försök att skingra dimmorna kring det svenska aktieägandets sanna väsen. Utgångspunkten för SNS-volymen *Institutioner som aktieägare – Förvaltare? Industrialister? Klippare?* [1985] av Gunnar Hedlund, Ingemund Hägg, Erik Hornell och Bengt Rydén är just frågan vad som kan tänkas ha hänt med ägaransvaret i svenskt näringsliv när aktieägandet nu alltmer blivit en uppgift för institutioner – och de traditionella familjerna och hushållen i övrigt kommit att spela en allt mindre roll som direkta aktieägare.

Det har blivit en faktaspäckad och synpunktsrik rapport. Det som kallas institutionella ägare visar sig vara en brokig skara: investmentbolag, stiftelser, försäkringsbolag, aktiefonder, pensionsfonder samt rörelsedrivande bolag (med ägande i aktiemarknadsbolag), akademier, föreningar och samfund; dessa kan sedan ha

ROLF EIDEM är verksam vid
Arbetslivscentrum i Stockholm

privat, kooperativ, statlig eller kommunal huvudman.

År 1983 ägde dessa institutioner (inkl utländska ägare) aktier motsvarande 78 procent av det totala börsvärdet; det representerar en andelsökning med 25 procentenheter bara sedan 1975. Hushållens andel av börsaktieägandet, som är den resterande delen, har alltså under samma tid minskat från 47 till 22 procent.

En tredjedel av de institutionsägda börsaktierna innehas 1983 av investmentbolag (21 %) och rörelsedrivande bolag (12 %), medan försäkringsföretagen och 4:e AP-fonden med sina 18 respektive 4 procent tillsammans svarar för en dryg femtedel av institutionsägandet. Resten av de institutionsägda börsaktierna, d v s 45 procent av dem, ägs av stiftelser och pensionsfonder (31 %) och aktiefonder (6 %) vid sidan om de 9 procent som ägs av utlandet.

"Familjerna" spelar liten roll

När författarna redovisar de 10 största ägarna i 10 mycket stora börsbolag – ASEA, Electrolux, Ericsson, Pharmacia, SAAB, Saba, SCA, Skanska, SKF och Volvo – så framkommer det att privatpersoner eller "familjer" numera spelar liten roll i storägargruppen. Det är faktiskt bara i Electrolux, Saba och Skanska som denna ägartyp alls förekommer bland de 10 största ägarna 1983. SKF:s sju största aktieägare – för att ta ett exempel – är 1985 (rostandelsmässigt) Skanska, Investor, Providentia, 4:e AP-fonden, Asken, Custos och Skandia. Det tycks alltså ha skett något av en "institutionell revolution" i aktieägandet, en utveckling som dock ingalunda är helt ny, vilket författarna också påpekar.

Redan koncentrationsutredningen [SOU 1968:7] och SIND-rapporten [SIND 1980:5] pekade faktiskt i den riktningen. Fenomenet har emellertid först fått allmänt intresse de senaste åren till följd av den starka borskursutvecklingen och vissa yngre mäns förmåga att dra slutsatser av den och agera genom nybildade och redan existerande ägarinstitutioner.

Så långt faktaredovisningen. SNS-rapporten ger därutöver en utförlig redovis-

ning av en empirisk undersökning, varigenom man sökt kartlägga ägarbeteendet hos 100 svenska institutionella aktieägare. Hur går man tillväga för att skaffa sig information om "sitt företag" etc? Ett intressant resultat är att "ett förhållandevis litet antal institutioner deklarerar en avsikt att ta ett mer aktivt ägandeansvar" (s 132); ett annat – inte ovanligt – är att "de institutioner som. . . klarast uttalat önskemål. . . att agera i aktiva ägarroller återfinns bland de större investmentbolagen och rörelsedrivande företagen" (s 134).

Varför har då det institutionella ägandet av aktier de senaste 10–15 åren ökat så mycket snabbare än privatpersoners aktieäggande? Är institutionellt aktieäggandet mer effektivt än privatpersoners ("familjers")? Är vissa institutionella aktieägare mer effektiva än andra? Om så vore, varför är de det? Bör samhället stödja institutionellt aktieäggande? Vilka politikslutsatser kan man dra av svaren på dessa frågor?

SNS-rapporten är rik på synpunkter men lyckas inte alltid lyfta upp dem till den mest intressanta analysnivån. Ta först frågan om det institutionella aktieäggandets snabba tillväxt. Enligt rapporten "brukar man i Sverige ofta hänvisa till besvärande skattebehandling av hushållens aktieäggande och skattefördelar för institutioner som viktiga förklaringar" (s 17). Kanske kan man också peka på att utbudet av "aktieplaceringsvilliga" pengar har ökat under senare år i de rörelsedrivande börsbolagen.

Men förklaringar av den arten är ändå av begränsat värde: en alternativ, borgerlig regering kan ändra skattereglerna, och vinstkonjunkturer vända, och då kan vissa institutionella ägare – säg, börsbolagen – behöva nya aktieköpare även bland de enskilda hushållen. Därför behövs det kompletterande förklaringar med utgångspunkt i frågan om det finns andra, mer grundläggande orsaker till det sedan länge växande institutionella ägandet. Vi tänker t ex på om det finns anledning tro att verksamheten aktieäggande/aktieförvaltning kännetecknas av något slags stordriftsfördelar: vad är det egentligen för sorts kompetens, som kanneteck-

nar den samhällsekonomiskt optimala aktieägaren? Behövs det flera typer av aktieägare samtidigt – med sinsemellan olika kompetens och skiftande storlek? Hur påverkas kraven på aktieägarnas agerande av företagets produktionsteknologi, organisationsform och utvecklingskede?

Hamnar utanför

Det är inte svårt att rada upp frågor på temat "är institutionellt aktieäggande mer effektivt än privatpersoners?" Men nationalekonomin har här uppenbart svårt att nå fram till intressanta svar – och SNS-rapporten ger föga vägledning på dessa punkter. En viktig förklaring till svårigheterna är, enligt min mening, aktiens och dess ägares "dubbelroll" gentemot företagsledningen.

Å ena sidan är en aktie ett värdepapper vilket som helst, som är underkastat en fri, öppen prisbildning på en marknad, en process som nationalekonomin har mycket att säga om. Men samtidigt representerar (normal-)aktien en rösträtt i en "företagspolitisk församling" – bolagsstämma (och styrelse) – och det är en typ av kollektiv beslutsprocess som nationalekonomin av tradition ägnat föga intresse (med visst undantag för teoribildningen kring 'The Logic of Collective Action').

Statskunskapen med sitt intresse för politiska beslutsprocesser kunde på sätt och vis har varit ett naturligt hemvist för en utvecklad "bolagsstämoteori". Men där har man ansett företaget som helhet tillhöra ekonomernas studieområde.

Och så har det blivit så att det som är kärnan i det privatkapitalistiska produktionssystemet, privatkapitalisterna själva och deras verksamhet, genom åren har hamnat *utanför* samhällsvetenskapernas upplinjerade studieområden. Inte undra på att det visar sig svårt att diskutera effektivitetsaspekter på aktieägarrollen.

Vi saknar helt enkelt teori, som kunde hjälpa oss att på detta område *sammanbinda* marknadsprisbildning och kollektivt beslutsfattande. Mer än hundra år efter det industriella genombrottet i vårt land saknar vi ett analytiskt språk för att beskriva och bedöma aktieägarsystemet. Hur har det kunnat bli så?

Exit-voice-modellen

I avsaknad av sådan grundläggande teori har man i rapporten i stället lånat in Hirschmans behändiga exit-voice-modell – som ju från början gällde konsumenters agerande på varumarknaden – för att karakterisera institutionernas uppträdande som aktieägare. De institutionella ägarna betraktas som givna, d v s deras uppkomst och existens anser man sig inte behöva förklara.

Rapporten diskuterar sedan på ett intresseväckande sätt när olika företag behöver signaler i form av exit respektive voice och vilken benägenhet olika ägar-kategorier har för att reagera genom just exit respektive voice (t ex institutioner jämfört med privatpersoner med små eller stora aktieinnehav). Framställningen är en ganska osorterad blandning av hypotesliknande gissningar och faktaliknande observationer och presenterar inte någon färdig teori, men den representerar en ny diskussion om frågor som blivit ligande alldeles för länge.

Inte minst intressant är den hela tiden betonade *kopplingen* mellan ägarinflytandets exit- och voicemekanismer: aktieägare med (exogent given) liten benägenhet till exit – som t ex anställda – blir naturligen mer hänvisade till voice-alternativet än andra; exemplet på kopplingarna är åtskilliga.

Lovande är också studiet av den benägenhet för voice och exit som kan tänkas karakterisera olika (hela) ägarstrukturer i företag som t ex det investerarkontrollerade företaget eller det förvaltarägda företaget eller det ledningsägda företaget. Frågorna gäller här vilken typ av ägarstruktur, som kan tänkas medverka i respektive bromsa en omstrukturering av ett företag.

Den ansatsen pekar, enligt min mening, i rätt riktning. Den utgår nämligen ifrån *företagens* behov och önskemål ifråga om sina ägare. Företagen har att hålla låga kostnader och priser samt att utveckla och introducera nya produkter och produktionsprocesser. Kraven på aktieägarna och -ägarstrukturen måste alltid utgå från det. Det gäller institutionella ägare lika väl som andra. Rapporten är nog på

det hela taget införstådd med detta, även om genomgången av resultaten av den empiriska undersökningen av de olika institutionernas ägarbeteende gärna leder över i att institutionerna själva blir primära studieobjekt; när så sker borde man i symmetriens namn också ha tagit en titt på institutionernas *egna* ägare och huvudmän.

Strikt arbetsfördelning

Vi kan slå fast att diskussionen om effektiviteten i aktieägandet hos olika slag av institutioner, såg investmentbolag kontra försäkringsbolag, är svår.

Så t ex tror författarna på värdet av en mer strikt *arbetsfördelning* mellan långsiktigt ägande institutioner, som tänker sig att ingripa i "sina" företag (voice), och institutioner som enbart ägnar sig åt aktieplaceringar (exit och entry). Det kanske vore bra – en viss sådan arbetsfördelning har ju också naturligen uppstått i vårt system. Men vilka är egentligen argumenten – och vilken är den bakomliggande teorin?

"Den stora svagheten i ägarstrukturen i dagens Sverige ligger snarast i brist på aktivt, långsiktigt ägarskap", säger författarna (s 185). Det låter rimligt – men vilka är egentligen argumenten, vilken är teorin? Om få aktieäggande institutioner funnit det förenligt med sina intressen att utveckla en kompetens för ett sådant ägarskap måste det väl finnas någon förklaring till det – en förklaring, som borde vara av intresse för dem som vill föra en politik som leder åt ett annat håll.

Den synpunkten drabbar även huvudslutsatsen i SNS-rapporten, nämligen att voice-funktionen behöver förstärkas bland våra aktieägare, därför att exit-funktionen – på grund av den svenska ekonomins och kapitalmarknadens litenhet – lämnar ett mindre bidrag till övervakningen och initiativtagandet i företagen än i andra, större länder. Är det så säkert att den långsiktiga ägarkompetensen skall utvecklas just bland de institutionella ägarna? Varför har de inte själva upptäckt värdet härav? Eller är det så att koncerncheferna själva genom delegation från ägarna alltmer kommit att bli bärare

– genom just sin kompetens – av ägaransvaret?

Det bidrar i hög grad till rapportens förtjänster att den leder fram till så många intressanta frågor för vidare studium. Det är bara att hoppas att den får en stor läsekrets, så att den påbörjade avmystifieringen och kunskapsutvidgningen när det gäller vår kapitalmarknad och dess aktörer fortsätter. Det kan bara vara av godo.

Referenser

- SOU 1968:7, *Agande och inflytande i det privata näringslivet*, (Koncentrationsutvecklingen V), Finansdep., Stockholm
SIND 1980:5, "Agandet i det privata näringslivet", Statens industriverk, Stockholm