

Ägarkoncentration i börsnoterade företag*

Enligt bla Fermentautredningen bör stora ägares inflytande i börsnoterade företag begränsas. Koncentrerat ägande fyller emellertid en rad viktiga funktioner. Clas Bergström och Kristian Rydqvist gör här en översikt över den vetenskapliga litteraturen om ägarkontroll.

Det innevarande decenniet har präglats av dramatiska förändringar i ägarstrukturen i svenska börsnoterade företag. Den röstmassigt största ägarkonstellationen har ökat från en genomsnittlig röstandel på 30 procent 1968 till 57 procent 1986.¹ Motsvarande kapitalandel har ökat från 26 procent 1968 till 43 procent 1986.² Vi kan också konstatera att 18 procent av företagen 1968 saknade ägarkonstellation med minst 10 procent av rösterna. År 1986 finns det inget företag utan ägare med minst 10 procent av rösterna. Under samma period har andelen majoritetskontrollerade företag ökat från 22 till 61 procent.³

Ägarkoncentrationen uppvisar således väsentligt högre värden 1986 än tidigare. Parallellt med denna utveckling noterar vi en kraftigt ökad maktkamps- och fusionsaktivitet (se Rydqvist [1986] och Bergström, Matsdotter, Rydqvist & Uhrström [1989]). Samtidigt har uppköpsförsvaret som korsägande och röstvärdesdifferentiering blivit vanliga.⁴ Andelen börsnoterade företag med röstvärdesdifferentie-

ring har ökat från 32 till 74 procent under perioden 1968-1986 (se Bergström & Rydqvist [1988a]).

Dessa frågor har uppmärksammats i flera utredningar som nyligen har presenterats: Röstvärdeskommittén (SOU 1986:23), Fermentautredningen [1988] och Ägarutredningen (SOU 1988:38). Ägarutredningen rapporterar en ökning i ägarkoncentrationen över tiden och finner bl a att hälften av de börsföretag som fanns 1978 hade en annan kontrollerande

* Forfattarna tackar Tore Browaldhs stiftelse för vetenskaplig forskning och undervisning samt Jan Wallanders stiftelse för samhällsvetenskaplig forskning för finansiellt stöd.

¹ Urvalet omfattar alla företag listade på Stockholms fondbörs, Fondhandlartistan och OTC. En ägarkonstellation består av de aktieägare som kan väntas samarbeta, t ex familjemedlemmar, företags grundare, eller företag i samma maktsfär, se Sundqvist [1986].

² För de 67 företag som var listade hela perioden 1968-1986 ökar röstandelen från 27 procent 1968 till 41 procent 1986 och kapitalandelen ökar från 21 till 32 procent.

³ Tabellen i Appendix ger en sammanfattande bild av ägarförhållandena.

⁴ I USA har på 1980-talet nya typer av uppköpsförsvaret, sk "shark repellents", utvecklats, bl a "golden parachutes" och "poison pills". *The Journal of Financial Economics* gav sommaren 1988 ut en konferensvolym med titeln "The Distribution of Power among Corporate Management, Shareholders, and Directors", som behandlar dessa aktiviteter på marknaden för företagskontroll.

Docent CLAS BERGSTRÖM och ekon dr KRISTIAN RYDQVIST är verksamma vid Institutionen för finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm.

aktieägare tio år senare. Ett stort antal av dessa kontrollskiften kom till stånd genom offentliga förvärvserbjudanden på aktiemarknaden. Ägarutredningen anser att ägarkoncentration främjar förutsättningarna för en fungerande intern resursövervakning i företagen. Man anser vidare att möjligheten till kontrollskiften på en fungerande marknad för företagskontroll representerar en viktig extern resursövervakning. Fermentautredningen intar en motsatt ståndpunkt och presenterar några förslag som syftar till att påverka ägarkoncentrationen och kontrollmarknadens funktion. Ett sådant förslag innebär att ingen aktieägare skall kunna företräda mer än 10 procent av rösterna på bolagsstämman.⁵ Ett annat sådant förslag är att en ägare som uppnår enkel majoritet skall tvingas att förvärva samtliga minoritetens aktier i enlighet med Londonbörsens regler om företagsförvärv.⁶ En sådan lagregel kommer utan tvekan att minska antalet ägarkontrollskiften.

En förutsättning för att på meningsfullt sätt reglera ägarkoncentration och kontrollmarknadens funktion är att man förstärker varför borsnoterade företag över huvud taget har koncentrerat ägande. Syftet med denna artikel är därför att analysera vilka funktioner som ägarkoncentration kan tänkas fylla på marknaden för företagskontroll.

Det är inte uppenbart varför ägandet i vissa företag är koncentrerat på ett fåtal aktieägare. I klassisk portföljteori, tex Capital Asset Pricing-Modellen, håller aktieägarna väldiversifierade portföljer, vilket implicerar spritt ägande i stora borsnoterade företag. Den individ som investerar i ett stort block aktier i ett företag håller i allmänhet en odiversifierad portfölj. En väldiversifierad portfölj kräver åtminstone ca 15 tillgångar med ungefär lika vikt, se tex Fama [1976]. Detta krav uppfylls möjligen av familjen Wallenbergs kontrollposter men knappast annars. Det vanliga är att en sk kontrollpost helt dominerar en portfölj. De flesta kontrollak-

tieägare utsätter sig därför för en hög risk-exponering och ansemliga kostnader i form av företagsspecifik risk.⁷ Vissa empiriska forskningsresultat tyder också på att kontrollaktieägare tenderar att välja företag med särskilt hög företagsspecifik risk, vilket ytterligare ökar kostnaden för kontroll.⁸

Ägarinflytande kan ge en rad fördelar som uppväger eller balanserar kostnaden för kontroll. Under senare år har det förekommit en mycket livaktig forskningsaktivitet rörande olika slag av informationsaspekter på kapitalmarknadernas funktionssätt. Flera av bidragen har relevans för en analys av värdet av kontroll på kapitalmarknaderna och därmed för en diskussion om vilka drivkrafter som ligger bakom ägarkoncentrationen. Tre olika förklaringar till ägarkoncentration kan urskiljas. Dessa kommer att presenteras i tur och ordning i artikeln, som avslutas med en diskussion om vad de tillför den aktuella debatten.

Den första ansatsen tar sin utgångspunkt i *agentteorin*. Aktieägarna delegerar beslutsfattandet till en professionell företagsledning som inte själv bär (de fulla) förmögenhetskONSEKVENSerna av de beslut som fattas. En anställd företagsledning kan därför låta sig vägledas av andra

⁵ Ägarutredningen anser att det inte finns någon anledning att ändra bestämmelserna rörande aktiebolagens möjligheter att ge ut aktier med skulda röstvarden.

⁶ Den så kallade Londonregeln förekommer förutom i Storbritannien också i Frankrike och i Danmark sedan i år. Nyligen har också EG-kommissionen foreslagit hårdare regler vid företagsköp. Man foreslår i princip ett förbud mot partiella övertaganden. Se Rydqvist [1987] för en ekonomisk analys.

⁷ Företagsspecifik risk utgör ca 50-70 procent av den totala risken (Solnik [1974]). Denna risk kan helt elimineras genom en korrekt sammansatt portfölj och går därför också under benämningen diversifierbar risk. Enligt våra egna beräkningar kan inte mindre än 69 procent av risken diversifieras bort på den svenska aktiemarknaden.

⁸ Se Demsetz & Lehn [1985] samt Bergström & Rydqvist [1988d].

intressen än de som företagets ägare representerar. Eftersom det är stora kostnader förknippade med att erhålla information om företagets verksamhet och företagsledningens kompetens, och värdet för en enskild aktieägare av en förbättring av företagets effektivitet är liten, kommer alla aktieägare att åka snålskjuts (free riding) på varandra. En tänkbar lösning är att en aktieägare med ett stort intresse i företaget, dvs en stor kapitalandel, tar på sig rollen att aktivt övervaka företagsledningen. En annan lösning innebär att företagsledningen äger en stor kapitalandel och därmed själv bär en stor andel av förmögenhetskONSEKVENSERNA av sina beslut.

Den andra ansatsen utgår från svårigheten att skriva fullständiga kontrakt. Ägande innebär enligt *teorin för ofullständiga kontrakt* beslutsrätten över alla frågor som inte definieras i kontraktet. Denna teori förklarar vertikal och horisontell integration samt varför företag äger kontrollposter i varandra.

I den tredje ansatsen släpper vi på ett grundantagande i klassiska portföljmodeller, nämligen att företagets mål är väldefinierat och att det råder enighet om att företaget skall maximera sitt börsvärde. Innehav av stora röst- och kapitalandelar kan vara resultatet av portföljbeslut då riskmarknaderna är ofullständiga och då det råder oenighet om vilken verksamhetsinriktning företaget skall välja. Denna ansats går under benämningen *portföljteori under oenighet*.

Agentteori och ägarkoncentration

Alchian och Demsetz [1972] beskriver företaget som en uppsättning av kontrakt. Eftersom kostnaden för att inte anstränga sig delas av samtliga medlemmar möter varje organisation problemet att få medlemmarna att uppfylla sina kontrakt på bästa sätt. I små företag är ägande och makt nära förknippade med varandra. Ägarnas uppgift är att fatta beslut om

företagets verksamhetsinriktning, övervaka övriga medlemmar och bära verksamhetens risk.⁹

Med tilltagande komplexitet och företagsstorlek uppstår dock specialiseringsfördelar. Man låter en professionell företagsledning fatta besluten, medan aktieägarna bidrar med kapital och risktagande. Fördelarna med denna arbetsfördelning vägs mot risken att företagsledningarna låter sig vägledas av andra intressen än de som ägarna representerar. En företagsledning kan tex välja att anstränga sig måttligt, ta ut privata förmåner på företagets bekostnad, eller stanna kvar i det prestigefyllda arbetet som företagsledare, trots vetskap om att det finns dugligare personer utanför företaget. Företagsledningen får ut hela värdet av denna konsumtion, medan kostnaden lastas över på aktieägarna vars aktier inte ger samma höga avkastning som då företagets värde maximeras.

Amerikansk forskning om ägande av börsnoterade företag har som sin vanliga inspirationskälla Berle och Means [1932] som diskuterar de negativa effekterna av att ägande och kontroll separeras i stora företag. Redan Adam Smith tog upp denna problemställning: "The directors of such (joint-stock) companies, however, being managers rather of other people's money than their own, it cannot be well expected that they would watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company." ([1776], 1937, s700).

Den teoretiska utgångspunkten här är det problem i en uppdragsrelation (princi-

⁹ Konferensvolymen "The Corporation and Private Property", utgiven av *The Journal of Law and Economics* [1983], handlar om hur olika organisationsformer löser övervakningsproblemet.

pal-agent relation) som hänger samman med att aktieägarna (uppdragsgivarna) inte kostnadsfritt kan observera företagsledningens (uppdragstagarens) beteende.¹⁰ Man kan tanka sig flera olika lösningar på den potentiella konflikten mellan aktieägare och företagsledning. Marknaden för företagskontroll kan fungera som övervakningsmekanism. Företagsledningar som inte agerar i aktieägarnas intresse kan, tex via företagsövertaganden och fullmaktsstrider, bli utbytta mot andra, effektivare företagsledare.¹¹ Arbetsmarknaden för företagsledare kan också fungera som övervakning av ineffektiva företagsledare. De företagsledare som missköter sig tilldelas inte svårare och mer prestigefyllda arbetsuppgifter.¹²

Nedan skall vi närmare utveckla några teorier om hur ägarkoncentration kan bidra till att lösa övervakningsproblemet.

Blockaktieägare övervakar företagsledningen

Bolagsstämman är, i strikt legal mening, det forum där aktieägarna kan utöva sitt inflytande. Motivationen att delta i stämman är emellertid begränsad. Det är stora kostnader förknippade med att er hålla information om företagets verksamhet och företagsledningens kompetens. Värdet av en effektivitetshöjning är litet för en liten aktieägare. Därför kommer aktieägarna att försöka åka snålskjuts på varandra. Trots att aktieägarna innehar den formella rätten att övervaka företagets skötsel och påverka verksamhetsinriktningen, är hypotesen således att den individuella aktieägaren har måttliga incitament att utöva denna rättighet på bolagsstämman (Olson [1965]).

Man kan tycka att ett företag som missköts riskerar att någon annan tar över företaget, byter ut den ineffektiva företagsledningen, och sedan tillgodogör sig kursuppgången. Grossman och Hart [1980] hävdar emellertid att hotet om

uppköp inte behöver vara en effektiv lösning på övervakningsproblemet pga aktieägarnas incitament till snålskjuts-åkande.

Utgångspunkten för deras analys är att den befintliga ledningen har en sämre kompetens att driva företaget än en potentiell uppköpare. Alla känner företagets värde, liksom värdet av den effektivitetshöjning som köparen kan åstadkomma. Ingen enskild ägare kan påverka utfallet av uppköpserbjudandet, eftersom de alla äger en mycket liten andel. Den aktieägare som tror att tillräckligt många av de andra kommer att sälja, så att köparen får kontroll över företaget och effektiviserar det, kommer inte att sälja sina aktier utan avvaktar i stället kursuppgången efter övertagandet. Eftersom alla känner aktiens värde efter köpet måste köparen, för att få någon att sälja, betala mer per aktie än vad den är värd för honom. Om budet är lägre än företagets värde efter effektivitetshöjningen kommer ingen att sälja och budet misslyckas. Således försöker aktieägarna att åka snålskjuts på varandra och sannolikheten för ett lyckat övertagande är därför noll och effektivitetsförbättringen uteblir.¹³ Under dessa förutsättningar finns det inga incitament att samla information om företagsled-

¹⁰ Principal-agent litteraturen diskuterar ett antal problem som kan uppkomma i ett uppdragsförhållande. Det informationsproblem som här avses går vanligen under benämningen "moral hazard" eller "hidden action". Problemet uppkommer i ett uppdragsförhållande där uppdragsgivaren inte fullständigt kan observera uppdragstagarens beteende.

¹¹ Konferensvolymen "The Market for Corporate Control", utgiven av *The Journal of Financial Economics* [1983], behandlar en rad olika aspekter på marknaden för företagskontroll.

¹² Konferensvolymen "Management Compensation and The Managerial Labor Market", utgiven av *The Journal of Accounting and Economics* [1985], handlar om denna marknads funktionssätt.

¹³ Företagsöverlåtelser är möjliga i denna modell om man tillåter heterogena värderingar. Se vidare avsnittet "Portföljteori under oenighet".

ningens kompetens. Marknaden för företagskontroll fungerar ej.¹⁴

Shleifer och Vishny [1986] visar att närvaron av en aktieägare med stor kapitalandel kan lösa problemet. En sådan sk blockaktieägare har möjlighet att betala en premie per utomstående aktie som överskrider värdet av effektivitetshöjningen (per aktie) och kompensera sig genom värdestegring på det egna innehavet. Ju större kapitalandel, desto troligare är det att överlåtelsen lyckas och desto lägre premie kan erbjudas övriga aktieägare. För ett stort block lönar det sig att genomföra även mindre effektivitetshöjningar. Incitamenten att samla information om företagets verksamhet och kompetensen hos företagsledningen växer därför med graden av ägarkoncentration. Shleifer och Vishny [1986] drar således slutsatsen att företag med koncentrerat ägande har högre värde än företag med spritt ägande, eftersom effektivitetshöjande uppköp inte bara är möjliga utan också mer frekventa i företag med hög ägarkoncentration.¹⁵ Ett högre marknadsvärde på företaget och därmed en lägre kapitalkostnad kan i princip kompensera för den företagsspecifika risk som blockaktieägaren utsätter sig för.¹⁶

Hypotesen gäller också för det fall då en potentiell uppköpare utan eget innehav samlar informationen. Denne kan då vända sig till den befintliga blockaktieägaren, köpa ut honom och sedan lägga ett bud till övriga aktieägare för att få kontroll. Ägarkoncentration skapar således lika stora incitament för utomstående uppköpare som för blockaktieägaren att samla information.

Företagsledningen väljer att äga en stor andel av aktiekapitalet

Jensen och Meckling [1976] utvecklar en teori som kan förklara varför företagsledningen väljer att äga en stor andel av aktiekapitalet och därigenom själv bära en

stor andel av förmögenhetskonsekvenserna av sina beslut. Utgångspunkten för deras analys är ett företag utan skulder som helt ägs av företagsledaren. Kapitalbegränsning tvingar honom emellertid att skaffa externt kapital för fortsatt expansion. Finansiering kan ske med risk- eller lånekapital.

Antag att företagsledaren väljer att göra en emission av riskkapital. Efter emissionen har han incitament att ta ut förmåner från företaget eller att minska sin arbetsinsats på utomstående aktieägarers bekostnad eftersom han inte längre bär den totala (direkta) kostnaden för dessa förmåner. Utomstående (blivande) aktieägare med rationella förväntningar inser emellertid att företagsledaren kommer att bete sig på det här sättet och emissionskursen anpassas nedåt med det fulla värdet av den förväntade agentkostnaden, dvs kostnaden för förmånerna och den minskade arbetsinsatsen.

Det ligger i företagsledarens intresse att minimera agentkostnaden och därmed kapitalkostnaden. Helst vill han eliminera agentkostnaderna. Företagsledaren kommer dock inte frivilligt att avstå från förmånerna med mindre än att han trovärdigt kan garantera detta när emissionen av riskkapital genomförs. För fullständig trovärdighet krävs att alla förmåner kan kontrakteras, vilket är ogenomförbart då man inte i efterhand kan observera före-

¹⁴ Grossman & Hart [1980] föreslår att koparen skall ha rätt att genom en klausul i bolagsordningen ta ut ett så stort belopp ur företaget att det inte lönar sig att låta bli att sälja och vanta på den (kanda) värdestegringen. En dylik klausul strider dock mot ikabehandlingsprincipen.

¹⁵ Diverse studier testar om företag med koncentrerat ägande har högre lönsamhet än företag med spritt ägande (se Demsetz & Lehn [1985]). Resultaten är mycket varierande pga betydande mätsvårigheter.

¹⁶ Shleifer & Vishny [1986] behandlar inte frågan om företagsspecifik risk. Individerna i deras modell är riskneutrala.

tagsledarens beteende.¹⁷ Det finns dock anledning att vidta åtgärder som gör det trovärdigt att agentkostnaderna begränsas. En sådan åtgärd är att företagsledaren behåller en stor andel av aktiekapitalet, eftersom han därigenom själv bär en stor del av agentkostnaden.

Antag att företagsledaren i stället väljer lånefinansiering. Även nu uppstår ett agentproblem. Från optionsteorin vet vi att aktiernas värde ökar på obligationsinnehavarnas bekostnad, om företaget väljer mer riskfyllda projekt än vad man från början har uppgivit. Frestelsen att gå in i riskfyllda projekt ökar ju större andel som finansieras med skulder. Genom att vidta styråtgärder och genom att kräva en övre gräns för företags skuldsättningsgrad söker långivarna undvika att företagsledningen lockas att ge sig in på alltför riskfyllda projekt. Räntan på skulderna sätts så att den kompenserar för kvarstående incitament att byta till mer riskfyllda projekt, kostnader för styråtgärder samt förväntade konkurskostnader. Dessa tre poster definierar agentkostnaden för lånefinansiering och uppkommer eftersom företagsledaren har incitament att omfördela resurser från långivare till aktieägare genom att öka företagets risk.

Företagets kapitalstruktur kommer nu att bestämmas av agentproblematiken. Å ena sidan får lånefinansieringen inte bli för omfattande, eftersom obligationsrättan då blir för hög på grund av höga agentkostnader. Å andra sidan får den egna kapitalandelen inte bli för låg eftersom kostnaderna för riskkapital då blir för höga på grund av agentkostnaderna.

Eftersom agentkostnaderna för både skuld- och riskkapitalfinansiering stiger med graden av externfinansiering är slutsatsen således att en kombination av olika finansieringsalternativ minimerar de totala agentkostnaderna. Företagsledaren i Jensen och Mecklings [1976] analys är riskneutral, men i princip kan resonemanget förlängas till att förklara varför företagsledaren väljer att äga en stor an-

del av aktiekapitalet och därmed bära kostnader för företagsspecifik risk. Erättning för företagsspecifik risk erhålls genom lägre kostnad för extern finansiering. Förekomsten av ägarkoncentration kan med andra ord vara en följd av de informationsproblem som uppkommer då utomstående aktieägare inte fullständigt kan observera företagsledarens beteende.¹⁸

Leland och Pyle [1977] analyserar explicit kostnaden av att bära företagsspecifik risk. Utgångspunkten är här att företagsledaren har bättre information om företagets värde än utomstående aktieägare, som måste göra en värdering av företaget då de tillskjuter riskkapital.¹⁹ Vi tänker oss att det finns två typer av företag med värdet a och b , där $a > b$. Det ligger i alla företags intresse att övertyga kapitalmarknaden om att det egna företaget är av typ a för att få en så låg kapitalkostnad som möjligt. Således måste ett företag av typ a signalera att det faktiskt är av typ a på ett sådant sätt att det är svårt, det vill säga kostsamt, för företag av typ b att imitera.

Leland och Pyle [1977] föreslår att företagsledaren kan använda sig av sin ägarandel för att signalera sin privata information om företaget då han söker externt riskkapital. En stor kapitalinsats i det egna företaget belastar honom med företagsspecifik risk, vilket gör det ofördelak-

¹⁷ Det här problemet i ett uppdragsförhållande är utgångspunkten för den litteratur som behandlar företagets kapitalstruktur då informationsproblemet "moral hazard" (icke observerbart beteende) föreligger.

¹⁸ Denna teori kan också förklara värdet av rösten. En stor rostandel kan skydda företagsledningen från att ofrivilligt förlora sina jobb och de förmåner som ingår, se tex Grossman & Hart [1988] och Harris & Raviv [1988]. Således kan ägarkoncentration vara resultatet av rostkop.

¹⁹ Detta informationsproblem går vanligen under benämningen "adverse selection" eller "hidden information". Problemet uppkommer i ett uppdragsförhållande där uppdragstagaren har mer information än vad uppdragsgivaren har om den gemensamma verksamheten.

tigt att utnyttja signalen om företaget är av typ b. Implikationen är att kapitalmarknaden tolkar en stor ägarandel som en garanti för att företaget har ett högt värde. Denna teori förklarar således ägar-koncentration och bärande av företags-specifik risk som en lösning på problemet att företagsledaren och utomstående har olika information om företagets värde.²⁰ Kompensation för företags-specifik risk erhålls genom att finansieringen av (lön-samma) investeringar kan ske till en lägre kapitalkostnad, dvs en mindre andel av investeringarnas framtida betalningar går till externa finansiärer.

Teorin om ofullständiga kontrakt

En blick på svenska ägardata, tex i Sundqvist [1986], ger vid handen att en vasentlig del av ägarkoncentrationen beror på att företag äger kontrollposter i varandra. Huvudsakligen två förklaringar till det s k ask-i-ask-ägandet framförs i litteraturen. Den ena förklaringen är att kontroll kan krävas för att realisera samordningsvinster mellan två företag med rörelsesamband. Den andra förklaringen utgår ifrån att röstvärdesdifferentiering och ask-i-ask-ägande används i strategiskt syfte för att undvika maktkamper. Förklaringen till denna ägandeform är då att ett ömsesidigt ägande kan användas till att minska kapitalinsatsen utan att minska röstandelen, dvs att ask-i-ask-ägande fungerar som substitut till röstvärdesdifferentiering, se Bergström och Rydqvist [1988c]. Här skall vi studera den förstnämnda förklaringen, dvs företagsägande som beror på att det finns rörelsesamband mellan företagen.

Grossman och Hart [1986] utvecklar en teori om vertikal och horisontell integration. De tänker sig två företag som tillsammans kan åstadkomma samordningsvinster (synergi). Dessa samordningsvinster kan kräva relationsspecifika investeringar, dvs investeringar som inte kan användas utanför just detta samarbete.

Problemet för parterna är hur samordningsvinsterna skall fördelas så att båda får tillräckligt stor avkastning på investerat (relationsspecifikt) kapital. Det är inget problem om man initialt kan skriva ett fullständigt kontrakt som reglerar alla tänkbara framtida händelser. Eftersom detta är omöjligt är det svårt att fullständigt reglera samarbetet. Perfekta kontrakt är också omöjliga att skriva på grund av problemen i ett uppdragsförhållande, icke observerbart beteende och dold information, som vi diskuterat ovan. I frågan av ett kontrakt som reglerar alla händelser kan, beroende på den relativa förhandlingspositionen som uppstår, en av parterna komma att tillskansas sig en större del av samordningsvinsterna. Det är då tänkbart att den andra parten förlorar så pass mycket att han inte får tillräckligt stor avkastning på det investerade kapitalet. Detta är en risk som måste beaktas när investeringen görs och kan leda till att båda parterna investerar för lite. Därmed reduceras samordningsvinsterna kraftigt.

Grossman och Hart anger ett tryckeri och en förläggare som har ingått ett avtal som reglerar en viss bestämd upplaga av en bok som exempel. Om förläggaren upptäcker att en ny upplaga är lönsam, och avtalet inte innehåller några klausuler som reglerar denna situation, är förläggarens förhandlingsposition svag. Huruvida en ny upplaga skall tryckas eller ej är ett beslut som tryckeriet fattar.

En tänkbar lösning är att låta den ena parten äga den andre. Ägande innebär här rätten att bestämma allt som inte har specificerats i det initiala kontraktet. Med ägarkontroll vågar man genomföra de relationsspecifika investeringarna eftersom risken att hamna i en ofördelaktig för-

²⁰ Dessa tankegångar kan förklara den del av koncentrationsökningen mellan 1968 och 1986 som har att göra med att ett betydande antal entreprenörledda företag (företag av typ C i Appendix) har tillkommit efter 1981.

handlingsposition har eliminerats. Ägar-kontroll och därmed ägarkoncentration, är således en metod att realisera de sam-ordningsvinster som annars skulle utebli.

Denna teori förklarar koncernbildning. Den förklarar också varför företag med rörelsesamband kan vilja äga kontrollpos-ter i varandra.

Portföljteori under oenighet

I en perfekt konkurrensökonomi under fullständig säkerhet är det otvetydigt att samtliga aktieägare är för en verksamhetsinriktning som maximerar företagets vinst. Det finns här inget utrymme för konflikter, eftersom vinstmaximering leder till de största konsumtionsmöjligheterna för samtliga aktieägare. Under säkerhet och perfekt konkurrens är företagens mål således väldefinierat.

Om vi ökar realismen och introducerar osäkerhet blir företagets vinst en stokastisk variabel. En naturlig generalisering av vinstmaximeringsmålet under osäkerhet är värdemaximering, dvs att företaget har som mål att maximera sitt börsvärde. Slutsatsen att värdemaximering möjliggör den största möjliga konsumtionsmängden för samtliga aktieägare håller emellertid i allmänhet endast om mycket långtgående krav på ekonomins riskmarknader är uppfyllda.

Låt oss först antaga att informationen är symmetrisk fördelad mellan de olika aktieägarna. Dessa har således homogena värderingar beträffande företagets produktionsteknologi. En värdemaximerande förändring, av exempelvis produktionsnivån eller produktionsteknologin, kan påverka företagets avkastningsprofil. I en ekonomi med en fullständig tillgångsmarknad går det alltid att konstruera en önskad avkastningsprofil genom att kombinera existerande tillgångar.²¹ I en sådan ekonomi kommer aktieägarna därför att enhälligt rösta för en förändring i avkastningsprofil som leder till ökat börsvärde på företaget. Om de finansiella markna-

derna däremot är ofullständiga, är det inget som garanterar att det råder enhällighet om värdemaximering eftersom skilda värderingar beträffande förändringar i aktiens avkastningsprofil kan förekomma.

En fullständig tillgångsmarknad är ett idealtillstånd som aldrig realiserar. Ett antal praktiska skäl försvårar eller förhindrar existensen av fullständiga marknader. Utöver transaktionskostnader (till exempel kostnaden att etablera ett stort antal marknader) är förekomsten av privat eller asymmetrisk information det viktigaste skälet. Traditionell enhällighetsteori, som antar symmetrisk information, undersöker under vilka omständigheter man i en faktisk marknadsekonomi kan förvänta sig att aktieägarna strävar efter ett gemensamt mål. Litteraturen har visat att aktieägarna är enhälliga endast under speciella antaganden som knappast är uppfyllda i någon faktisk ekonomi.²² Slutsatsen är därför att det är högst sannolikt att det bland aktieägarna kommer att råda delade meningar om vilken verksamhetsinriktning företaget bör välja.²³ I sinnevärlden kan vi därför hålla det för troligt att enhällighet inte uppnås och att rätten att påverka företagets verksamhetsinriktning har ett värde. Frånvaron av fullständiga marknader kan således förklara koncentrerat ägande och bärande av osystematisk risk i syfte att kunna bestämma företagets produktionsplan.

²¹ Med en fullständig tillgångsmarknad menar vi en finansiell marknad med så många olika tillgångar att ingen ytterligare tillgång kan utfärdas sådan att den inte kan replikeras genom en kombination (portfölj) av redan existerande tillgångar.

²² Wilson [1968] och Rubinstein [1974] visar att enhällighet kommer att råda om aktieägarna antingen är identiska eller har homogena förväntningar och deras preferenser tillhör den särskilda klassen av HARA nyttofunktioner.

²³ I allmänhet kan man därför förvänta sig oenighet vid tex en förändring i produktionsvolymen (Baron [1979]) eller skuldsättningsgrad (Grossman & Stiglitz [1980a]).

Leland [1978] demonstrerar svagare villkor som resulterar i enhällighet. Han inför ett antagande om att företagsledningen har bättre information om olika investeringars värde.²⁴ Enhällighet uppstår om det är allmän uppfattning att företagsledningen har bättre information; aktieägarna stöder i detta fall enhälligt företagsledningens beslut.

I en ekonomi med asymmetrisk information kan skillnader i förväntningar om olika tillgångars avkastning kvarstå i en jämvikt med rationella förväntningar.²⁵ Vi säger då att priserna inte aggregerar all relevant information. Utanför en rationell förväntningsjämvikt (vilket är ett långsiktigt jämviktsbegrepp som ekonomin konvergerar emot) är det inte säkert att placerarna kommer att ha homogena värderingar beträffande företags produktionsteknologi. Eftersom rationella förväntningar knappast kan bildas med mindre än att förändringen i produktionsplanen prövas vid ett upprepat antal tillfällen, är oenighet bland aktieägarna trolig vid tillräckligt innovativa förändringar i exempelvis produktionsteknologin i ett företag.

Satterthwaite [1981] diskuterar detta i Lelands [1978] modell. Han menar att aktieägarna, även i det fall då de har tillgång till samma information som företagsledningen, inte alls behöver vara överens om verksamhetsinriktningen. Förutsättningarna för enighet är stor då det gäller rutinartade förändringar i produktionskapaciteten och då det handlar om marginella förändringar i produktsortimentet. Där emot är risken för meningsskiljaktigheter stor då det gäller innovativa förändringar som exempelvis stora investeringar i radikalt nya produktionsteknologier eller introduktion av nya produkter som markant skiljer sig från de traditionella. Här är värdet av en stark förhandlingsposition stort. Detta kan resultera i att några ägare skaffar sig ett dominerande aktieinnehav. Kontrollaktieägarens rostandel är stor för att han skall kunna genomdriva den pro-

duktionsinriktning han tror på. Hans kapitalandel är också stor, eftersom han är optimistisk om den egna produktionsplanens värde. Ägarkoncentration kan således vara en följd av heterogena förväntningar på aktiemarknaden.

Avslutning

I denna uppsats har vi diskuterat varför företag har koncentrerat ägande, varför kontroll har ett värde på kapitalmarknaden och vilken roll kontrollaktieägarna spelar. Vi har konstaterat att ägarkoncentration (och åtföljande kontroll) kan fylla en rad olika funktioner såsom (partiell) lösning på ett övervakningsproblem, formgivning av insiders kunskap om företags värde, grund för att realisera synergivinsterna mellan företag, eller som lösning på ett kollektivt beslutsproblem mellan oeniga aktieägare. Utifrån dessa resultat förefaller det därför märkligt att förbjuda eller påverka ägarkoncentration med olika former av regleringar som bl a Fermentautredningen föreslår. En tvingande röstbegränsningsregel på 10 procent kan försvåra kontrollaktieägarens möjligheter att utöva sin ägarroll. Den som har en bra affärsidé kanske inte vill försöka genomdriva denna med mindre än att han får kontroll över företaget.²⁶ Det är också lätt att inse hur en tioprocent-regel kan förhindra att samordningsvinster kommer tillstånd, eller försvåra för en kontrollaktieägare att effektivt övervaka företagsledningen.

²⁴ Med bättre information menar vi att om aktieägarna hade tillgång till samma information, skulle deras uppfattningar om sannolikheter och avkastningsprofiler sammanfalla med företagsledningens.

²⁵ Då det är kostnader förenade med informationsinhämtning måste, som Grossman & Stiglitz [1980b] visar, informationskillnader mellan olika placerare kvarstå i en rationell förväntningsjämvikt.

²⁶ Rostvardeskommitten anför detta argument för att behålla rostvardesskillnader; en entreprenör skall kunna söka externt riskkapital utan att förlora kontrollen.

Även om vår analys pekar i riktning mot att ägarkoncentration fyller en rad viktiga funktioner, och således måste få förekomma, innebär detta inte att man skall avstå från reglering. Röstvärdesskillnader eller korsägande kan missbrukas till sådana oegentliga beslut som förekom i fallet Fermenta och som framkallade Fermentaautredningens starka reaktion mot ägarkoncentration och enskilda individers maktutövande. Den precisa utformningen av spelreglerna på kontrollmarknaden måste därför underkastas ytterligare analys och debatt.

Referenser

- Alchian, A & Demsetz, H, [1972], "Production, Information Costs and Economic Organization". *American Economic Review*, Vol 62, s777-795.
- Baron, D P, [1979], "Investment Policy, Optimality, and the Mean-Variance Model". *Journal of Finance*, Vol 34, s207-232.
- Bergström, C & Rydqvist, K, [1988a], "Constraints On Dual-Class Shares". Working paper No 6351, Handelshogskolan i Stockholm.
- Bergström, C & Rydqvist, K, [1988b], "Varför ager kontrollaktieägare B-aktier?". *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*, Nr 1, s 13-19.
- Bergström, C & Rydqvist, K, [1988c], "An Analysis of Differential Voting Rights and Pyramiding - Some Implications for the Value of Control in the Capital Market". Working paper No 44, Fackförningens institut för ekonomisk forskning (FIEF), Stockholm.
- Bergström, C & Rydqvist, K, [1988d], "The Determinants of Corporate Ownership - An Empirical Study on Swedish Data". Working paper No 6350, Handelshogskolan i Stockholm.
- Bergström, C, Matsdotter, H, Rydqvist, K & Uhrstrom, F, [1989], "Vem vinner och vem forlorar på företagsförvärv?". Under utgivning i *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift*.
- Berle, A & Means, G, [1932], *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- Demsetz, H & Lehn, K, [1985], "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, Vol 93, s 1155-1177.
- Fama, E F, [1976], *Foundations of Finance*. Basic Books, New York.
- Fermenta - fakta och erfarenheter, [1988], Stockholms fondbörs, Stockholm.
- Grossman, S J, & Hart O D, [1980], "Takeover Bids, the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation". *Bell Journal of Economics*, Vol 11, s 42-64.
- Grossman, S J, & Hart, O D, [1986], "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration". *Journal of Political Economy*, Vol 94, s 691-719.
- Grossman, S J, & Hart, O D, [1988], "One Share/One Vote and the Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics*, Vol 20, s 175-202.
- Grossman, S J, & Stiglitz, J E, [1980a], "Stockholder Unanimity in Making Production and Financial Decisions". *Quarterly Journal of Economics*, Vol 95, s 543-566.
- Grossman, S J, & Stiglitz, J E, [1980b], "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets". *American Economic Review*, Vol 70, s 393-408.
- Harris, M & Raviv, A, [1988], "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules". *Journal of Financial Economics*, Vol 20, s 203-235.
- Jensen, M C, & Meckling, W H, [1976], "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol 3, s 305-360.
- Journal of Accounting and Economics*, Vol 7, [1985], "Management Compensation and The Managerial Labor Market". Jensen, M C & Zimmerman, J L (red).
- Journal of Financial Economics*, Vol 11, [1983], "The Market for Corporate Control". Jensen, M C & Ruback, R (red)
- Journal of Financial Economics*, Vol 20, [1988], "The Distribution of Power among Corporate Managers, Shareholders and Directors". Jensen, M C & Warner, J B (red).
- Journal of Law and Economics*, Vol 26, [1983], "The Corporation and Private Property". Moore, T G (red).
- Leland, E H, [1978], "Information, Management Choice and Stockholder Unanimity". *Review of Economic Studies*, Vol 45, s 527-534
- Leland, H E, & Pyle, D H, [1977], "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation". *Journal of Finance*, Vol 32, s 371-387.
- Olson, M, [1965], *The Logic of Collective Action*. Harvard Economic Studies, Cambridge Mass.
- Rydqvist, K, [1986], *The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oligopoly Games*. EFI, Stockholm.
- Rydqvist, K, [1987], "En analys av regler om hka bud till samliga aktieägare". *Beta*, Vol 1, s 11-22.
- Satterthwaite, M A, [1981], "On the Scope of the Stockholder Unanimity Theorems". *International Economic Review*, Vol 22, s 119-133.
- Shleifer, A, & Vishny, R W [1986], "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, Vol 94, s 461-488.
- Smith, A, (1776), [1937], *The Wealth of Nations*, Modern Library, New York.
- Solnik, B, [1974], "Why not Diversify Internationally Rather than Domestically?". *Financial Analysts Journal*, Vol 30, s 48-54.
- SOU 1986:23, *Aktiers rostvarde*.
- SOU 1988:38, *Agande och inflytande i svenskt näringsliv*.
- Sundqvist, Sven-Ivan, [1986], *Owners and Power in Sweden's Listed Companies*. Dagens Nyheter, Halmstad.
- Wallander, J, [1987], "Korsägande, rostvärden och makten över företagen", i Hagg, I, (red), *Att äga storforetag*. SNS, Stockholm.

APPENDIX Några koncentrationsmått

	1968	1972	1977	1981	1986
A	0,260	0,262	0,272	0,308	0,429
B E ₁	0,214	0,213	0,223	0,250	0,322
C	—	—	—	—	0,513
A	0,291	0,292	0,318	0,365	0,499
B E ₁ + E ₂	0,242	0,245	0,270	0,311	0,389
C	—	—	—	—	0,577
A	0,303	0,311	0,347	0,395	0,572
B V ₁	0,272	0,272	0,288	0,317	0,410
C	—	—	—	—	0,682
A	0,339	0,349	0,404	0,464	0,653
B V ₁ + V ₂	0,311	0,315	0,346	0,394	0,501
C	—	—	—	—	0,751
A	0,163	0,183	0,149	0,181	0,301
B E [*] ₁	0,128	0,131	0,108	0,115	0,148
C	—	—	—	—	0,401

E₁ och E₂: den största respektive den näst största aktieägarens kapitalandel.

V₁ och V₂: den största respektive den näst största aktieägarens rostandel.

E₁^{*}: den största aktieägarens direkta kapitalandel (dvs kapitalandelen är justerat för indirekt ägande).

A:samtliga borsforetag.

B:foretag som varit listade under hela perioden 1968-1986.

C:foretag som listats efter 1981.