

Fondlagens placeringsbestämmelser och avkastningen på små och stora företag*

Merparten av allmänhetens sparande i aktier har under de senaste 20 åren skett som fondsparande. Detta sparande är underkastat olika placeringsbestämmelser som tillsammans med kravet på att fonderna skall vara öppna skapar starka drivkrafter för fondbolagen att investera i aktier emitterade av stora bolag. Ett utbrett fondsparande kan på så vis försvåra de mindre och medelstora företagens kapitalförsörjning och skapa en omvänd småföretagseffekt. Slutsatsen av detta skulle kunna vara att fondsparandet bör begränsas. Vi menar dock att detta är en felaktig slutsats. Istället är det den rättsliga struktur som kringgärdar fondbolagen som bör ses över, ty de brister vi pekar på är mycket en följd av den nuvarande lagens utformning.

1. Inledning

Den rättsekonomiska ansatsen, som ingår i den institutionella ekonomin, studerar hur marknadens institutioner (inklusive lagarna) bör utformas för att underlätta transaktioner och främja ekonomisk effektivitet. Principer som utvecklats där har på ett fruktbart sätt tillämpats på en rad olika områden. Utformningen av de lagar som skyddar investerarna och fördelar inflytandet mellan aktiebolagets olika intressgrupper är ett sådant exempel. Utan ett tillräckligt skydd för investerarna – särskilt de mindre – kan dessa exploateras av företagets ledning eller majoritetsägare med

en sämre fungerande kapitalmarknad som följd.¹

Ett annat exempel gäller frågan om hur de finansiella intermediärerna bör regleras för att förhindra finansiella kriser och skydda konsumenten utan att effektiviteten minskar. Detta problemkomplex har varit föremål för en omfattande forskning och särskilt har bankernas roll studerats.² Dessa ansträngningar till trots har det ex-

* Denna artikel utgör ett delprojekt i Sparbanksprogrammet i Lund och författaren vill tacka Sparbanksstiftelsen i Malmö för finansiering.

¹ I en artikel från 1998 visar La Porta m fl att skyddet är mest omfattande i de s k common law länderna (USA, England m fl) och minst i länder som bygger sin lag på den franska rätts-traditionen. I mitten återfinns de skandinaviska länderna och Tyskland.

² Detta studeras exempelvis i SOU 2000:11 (Finanssektorns framtid) och SOU 1998:160 (Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag).

ANNE-MARIE PÅLSSON är docent i nationalekonomi vid Lunds universitet. Hon leder för närvarande ett tvärvetenskapligt projekt i Lund, som finansierats av Sparbanksstiftelsen i Malmö, och som spänner över frågor som rör finansiell rätt och finansiell ekonomi.

akta sambandet mellan den finansiella marknadens utseende och ekonomisk effektivitet ännu inte helt klarlagts. Modern forskning visar dock att en väl utvecklad finansiell marknad bidrar till ekonomisk tillväxt.³

En rättsekonomiskt inriktad granskning av den finansiella aktör – fondbolagen – som expanderat kraftigt under de senaste 10–20 åren har däremot knappast tilldragit sig något intresse alls, vilket kan synas egendomligt då drygt 10 procent av det samlade börsvärdet förvaltas av fondbolagen.⁴ En rad aspekter avseende sambandet mellan den rättsliga reglering som kringgärdar fondbolagens verksamhet och den ekonomiska effektiviteten i stort kvarstår med andra ord att granska. Ambitionen i denna uppsats har dock begränsats till att visa hur de placeringsbestämmelser som återfinns i lagen om värdepappersfonder SFS 1990:1114, hädanefter kallad fondlagen, skapar drivkrafter för fonderna att placera en oproportionerligt stor andel av kapitalet i aktier som emitterats av de största företagen. Förklaringen till detta består i att placeringsbestämmelserna ger upphov till transaktionskostnader som är högre för investeringar i små företag än i stora.

En stark fokusering på fonsdsparande kan därför leda till att tillräckligt kapital inte allokeras till mindre och medelstora företag, med en relativt ogynnsam prisutveckling på dessa som följd. Hur stark denna effekt är beror ytterst på dels hur stora aktörer fondbolagen är på den finansiella marknaden dels hur starka drivkrafter också andra placerare har att preferera investeringar i stora företags aktier.

2. Fondernas placeringar och transaktionskostnaderna

I fondlagens §§ 2, 18, 19, 23, 30 anges de bestämmelser som gäller för en fonds placeringar. Innebörden av dessa, som var och en påverkar fondens kostnader och får konsekvenser för fondens placeringsstrategi, kan sammanfattas i följande, nämligen

gen krav på likviditet, öppenhet, diversifiering och ägarmässig litenhet.⁵

Enligt *likviditetskravet* måste en fond placera de medel som andelsägarna tillskjutit i finansiella tillgångar som karaktäriseras av en hög grad av likviditet. Detta uttrycks mera exakt i § 18 såsom i tillgångar som är noterade vid svensk eller utländsk börs, noterade vid auktoriserad marknadsplats, eller som är föremål för regelbunden handel vid någon annan reglerad marknad som är öppen för allmänheten.

Likvida tillgångar kännetecknas av att skillnaden mellan köp- och säljkursen är liten, samt att priset är relativt okänsligt även för stora inkommande köp- och säljorder.⁶ Som en följd av att ett stort antal aktörer lämnar in köp- och säljorder av en sammanlagd betydande storlek etableras för dessa tillgångar kontinuerligt priser

³ Se exempelvis King & Levine [1993], Levine & Zervos [1998] samt Rajan & Zingales [1995].

⁴ Talrika analyser av fondbolagens verksamhet förekommer visserligen, men dessa har i allt väsentligt begränsats till att undersöka fondbolagens förmåga att skapa en god riskjusterad avkastning. Fondbolagens ägarfunktion har också varit föremål för några studier, se exempelvis Del Guernico & Hawkins [1999], men dessa studier har tagit de institutionella faktorerna som givna och analyserat vilken effekt aktivism vad avser ägarfrågor har haft på de företag fonden investerar. Studier som behandlar sambandet mellan den rättsliga strukturen som styr fondbolagens verksamhet och den ekonomiska effektiviteten har inte kommit till min kännedom.

⁵ Dessa regler gäller för en fond som följer lagen om värdepappersfonder i sin helhet, en så kallad ucitsfond. Dessa är harmoniserade i Europa i enlighet med EG:s ucitsdirektiv från 1985 (där ”ucits” står för engelska *Undertakings för Collective Investment in Transferable Securities*). Undantag för dessa regler kan enligt § 3 medges, men då kan fonden inte erbjudas placerare i andra länder än Sverige.

⁶ Se Schwartz [1992].

som investeraren kan utgå ifrån är korrekta, i så måtto att de reflekterar all tillgänglig information. Resurser behöver därför inte läggas ned på att fastställa priset, utan detta kan tas som givet.

Illikvida tillgångar kännetecknas å andra sidan av att priset är känsligt för storleken på inkommande order. Skall en större post säljas eller köpas måste transaktionen ske över flera handelsdagar, för att begränsa den prisdrivande effekt som annars kan uppstå. Det rådande priset speglar därför inte all relevant information, men väl en del irrelevant sådan. Handel med illikvida tillgångar ger därigenom upphov till verifikationskostnader (verification costs) som inbegriper samtliga aktiviteter som är relaterade till att bestämma värdet på en tillgång.⁷

Sett i detta perspektiv är fondlagens krav på att fondens investeringar begränsas till att ske i likvida tillgångar fullt begriplig. Detta gäller i synnerhet för öppna fonder, som den svenska värdepapperslagen föreskriver (*öppenhetskravet*, § 2). Utmärkande för en öppen fond är att det inte förekommer någon handel med fondandelar på en sekundärmarknad, utan fondbolaget är skyldigt att lösa in andelsägarens andelar när denne så önskar. Varje transaktion med en enskild fondandel resulterar därför i en motsvarande transaktion i de underliggande tillgångarna. Om en fond är uppbyggd av N tillgångar måste N transaktioner utföras varje gång en andelsägare köper eller säljer en andel och varje gång detta sker måste värdet på tillgången bestämmas.⁸ Är priset inte bestämt på marknaden måste fonden beräkna detta för var och en av tillgångarna, vilket ger upphov till betydande kostnader särskilt om fonden består av ett stort antal illikvida tillgångar. Värt att notera är att fonden inte kan undvika dessa kostnader ens om det inte sker några transaktioner i tillgångarna. Förklaringen till detta består i att värdet på fondandelen, som beräknas utifrån värdet på de i fonden ingående tillgångarna, måste beräknas kontinuerligt, eftersom fond-

bolaget enligt § 30 är skyldigt att fortlöpande och minst en gång i veckan beräkna och offentliggöra andelsvärdet.

Den sammanlagda kostnaden för handel med andelar i en öppen fond består därför av tre komponenter nämligen verifikationskostnaden, kostnaden (courtage etc) för handeln med de underliggande tillgångarna samt kostnaden för handeln med fondandelarna per se. Då de två första posterna är direkt relaterade till antalet aktier som ingår i fonder, blir också den totala transaktionskostnaden beroende av antalet ingående aktier. Är fonden en liten aktör på marknaden som inte kan påverka storleken på courtagen, kan den sammanlagda kostnaden begränsas bara genom att antalet aktier i fonden begränsas och genom att bara investera i likvida tillgångar. I normalfallet åstadkommes detta enklast genom att fonden uteslutande investerar i aktier emitterade av stora företag. Detta är en följd av *litenhetskravet* (§ 23) enligt vilket en fonds engagemang i varje företag inte får överstiga 5 procent av röstvärdet för samtliga av emittenten utfärdade aktier.

I *Tabell 1* illustreras hur litenhetskravet påverkar fondernas placeringar. Där anges för olika fondstorlekar hur många olika aktieslag en fond måste investera i utan att bestämmelserna i § 23 överträds. Antalet aktier en fond måste placera i, anges i tabellen både för den fond som väljer bland de minsta företagen och bland de största bolagen. Beräkningarna har gjorts med användande av uppgifter rörande den faktiska företagsstrukturen på de svenska marknadsplatserna. I december 2001 var sammanlagt 332 svenska företag noterade på någon av de svenska marknadsplatserna. Av dessa hade 24 företag ett börsvärde

⁷ Se Dowd [1996].

⁸ Handeln med de underliggande tillgångarna kan reduceras om det råder balans mellan inkommande köp- och säljorder. Det är också vanligt att fonden håller en viss likvid beredskap (2–3 procent av kapitalet) för att undvika transaktioner i de underliggande aktierna.

som översteg 20 mdr SEK, 47 ett börsvärde i intervallet 3–20 mdr SEK. Övriga 261 företag, eller drygt 80 procent, hade således ett börsvärde som understeg 3 mdr SEK.

Tabell 1 Minsta antalet företag en fond måste investera i för att uppfylla fondlagens § 23.

Fondstorlek Mdr SEK	Antal företag av de	
	minsta	största
0,25	95	1
0,5	123	1
1	157	1
2	196	1
3	219	1
4	236	1
5	247	1
10	278	1
25	310	2
50	322	6

Källa: Sundin & Sundqvist [2002] och egna beräkningar

Väljer fonden enbart bland de största företagen räcker det, förutsatt att fonden förvaltar mindre än 25 miljarder SEK, att den placerar i ett enda aktieslag för att bestämmelserna i § 23 inte skall överträdas. Att bara placera i ett företag är dock inte tillåtet enligt fondlagens *diversifieringskrav*. Enligt detta måste en fond åtminstone investera i 20 olika tillgångsslag om huvudregeln används, i annat fall 16 (§ 19). Den förvaltare som istället specialiserat sig på att investera i småföretag har inga svårigheter att klara kravet i § 19 men måste emellertid för att leva upp till intentionerna hos § 23 investera i ett mycket stort antal aktieslag (150–300). Intressant nog gäller detta även mindre fonder.

3. Placeringsreglerna och placeringsstrategierna

På basis av vad som ovan sagts kan två viktiga hypoteser formuleras: (i) En fond har starka incitament att begränsa antalet aktieslag den investerar i. Vi bör därför in-

te förvänta oss att fonder, annat än undantagsvis, investerar i mer än 16 aktier. (ii) En fonds placeringar kommer att vara starkt inriktade på de stora företagens aktier. Detta gäller i synnerhet fonder som förvaltar ett stort kapital. Dessa båda strategier begränsar fondbolagens kostnader, något som är viktigt mot bakgrund av att fondverksamhet enligt den svenska fondlagen bara får utövas av fondbolag (§ 2) som måste bedrivas som aktiebolag. Samma krav på vinstmaximering ställs därför på ett fondbolag som på ett aktiebolag (§ 6).

För att undersöka hur det förhåller sig med den första hypotesen måste en exakt sammanställning av samtliga fonders placeringar göras, vilket är en besvärlig uppgift eftersom långt mer än 500 fonder erbjöds de svenska hushållen 2001. Antalet fonder att analysera krymper till 60 om perspektivet begränsas till att gälla de av de fyra svenska storbankernas fonder som är inriktade på den svenska börsen. Det genomsnittliga antalet aktieslag var för dessa 37 per fond med en spridning, mätt som standardavvikelsen, på 17.⁹ En närmare redovisning av antalet aktieslag i förhållande till fondstorleken visas i *Tabell 2* nedan.

Tabellen visar att antalet aktier ligger ovanför den nedre gräns på 16 alternativt 20 stycken som fondlagen föreskriver men är ändå litet i förhållande till de drygt 350 aktier som fanns listade på den svenska börsen. Inte heller tycks det som om antalet eller spridningen var starkt korrelerat till fondstorlek. Detta ger sammantaget ett visst stöd för den första hypotesen.

I *Tabell 3* prövas den andra hypotesen. Där anges hur stor andel av kapitalet hos 10 grupper av börsbolag, klassificerade efter storlek, som fondbolagen svarar för. I tabellen anges också ett mått på fondbolagens relativa investering i varje storleks-

⁹De fyra svenska storbankerna dominerar fondmarknaden totalt och förvaltar tillsammans mer än 80 procent av det samlade fondkapitalet.

Tabell 2 **Genomsnittligt antal aktieslag för olika fondstorlekar, 2001.**

	Fondstorlek, mdr SEK					
	14– 118	121– 411	772– 1,522	1,651– 6,083	6,367– 10,034	10,558 43,773
Genomsnittlig fondstorlek	60	270	1000	3800	8200	19000
Antal fonder	10	10	10	10	10	10
Antal aktier per fond	28	29	30	44	48	44
Spridning	6	11	18	16	28	10

Källa: SEB Fonder, Nordea Fonder, Robur och Handelsbanken Fonder, årsredovisningar

Tabell 3 **Fondbolagens ägarandel hos svenska noterade företag, december 2001.**

Decilgrupp	börsvärde genomsnitt, (MSEK)	fondbolagens andel av bolagets värde, (procent)	fondbolagens relativa investering i förhållande till gruppens relativa marknadsvärde
1	50	1,16	0,17
2	166	2,21	0,34
3	366	2,54	0,34
4	693	3,31	0,44
5	1 105	6,15	0,81
6	1 904	6,82	0,89
7	3 351	9,42	1,26
8	7 627	10,31	1,31
9	20 324	11,71	1,58
10	192 089	8,15	0,93

Källa: Sundin & Sundqvist [2002] och egna beräkningar

grupp. Om detta värde är större än 1 överinvesterar fondbolagen i denna storleksgrupp; på motsvarande sätt anger ett värde som är mindre än 1 på en underinvestering.¹⁰

Uppgifterna i tabellen underskattar fondbolagens andel därför att utländska fondbolag inte inkluderas alls och svenska fondbolag bara om det finns bland de 25 största ägarna. Om det är rimligt att utgå från att denna underskattning inte är systematiskt relaterad till företagens storlek, ger tabellen klara indikationer på att det föreligger en storlekseffekt vad avser fon-

dernas placeringar. Med undantag för de allra största börsbolagen, ökar investeringarna i takt med företagets storlek. Att denna effekt klingar av för gruppen med de allra största företagen hänger troligen samman med fondlagens § 18 som begränsar en fond till att inte placera mer än 10 procent av sitt kapital i ett företag. Vid den aktuella tidpunkten svarade Ericsson för drygt 20 procent av det samlade börsvärdet.

¹⁰ Detta har mera exakt beräknats såsom:

$\frac{\text{fondbolagens investeringar i grupp } j}{\text{börsvärdet hos grupp } j} \times \frac{\text{totalt börsvärde}}{\text{fondbolagens totala investeringar}}$

börsvärdet hos grupp j

fondbolagens totala investeringar

Tabell 4 Allmänhetens nettoplaceringar i svenska börsaktier, miljarder SEK, löpande priser (transaktionsvärden).

År	Svenska fondbolag	Utländska investorerare	Hushåll inkl. ideella organisationer	Offentlig sektor företag	Icke finansiella exkl fonder	Finansiella företag
1988	6,2	-2,8	-13,5	2,2	10,3	0
1989	7,1	-1,7	0,2	4,3	-7,5	1,8
1990	9,5	3,2	-23,8	-10,6	7,1	0
1991	1,2	19,0	-24,0	1,4	-16,6	-1,9
1992	0	16,3	-8,6	-13,9*	-0,4	-3,3
1993	-5,7	30,8	13,5	-1,4	-17,1	-0,7
1994	5,1	53,7	6,0	-14,5*	-60,2	-1,7
1995	0,1	-17,2	7,9	9,6	-27,0	8,9
1996	-16,0	35,3	-12,4	-6,7	30,4	21,2
1997	30,6	-5,9	21,2	-10,3*	-17,4	-15,0
1998	0,6	-1,3	-11,1	16,6	2,1	-9,4
1999	-11,9	45,9	11,0	-4,4	15,6	-76,5
2000	5,7	153,8	45,0	-58,4*	58,9	-39,5

Anmärkning. Uppgifter markerade med en * anger statliga utförsäljningar; 2000 – Telia, 1997 – Nordbanken, 1994 – Assi Domän, 1992 – SSAB.

Källa: SCB, Finansräkenskaper

4. Fondernas placeringar och småföretagseffekten

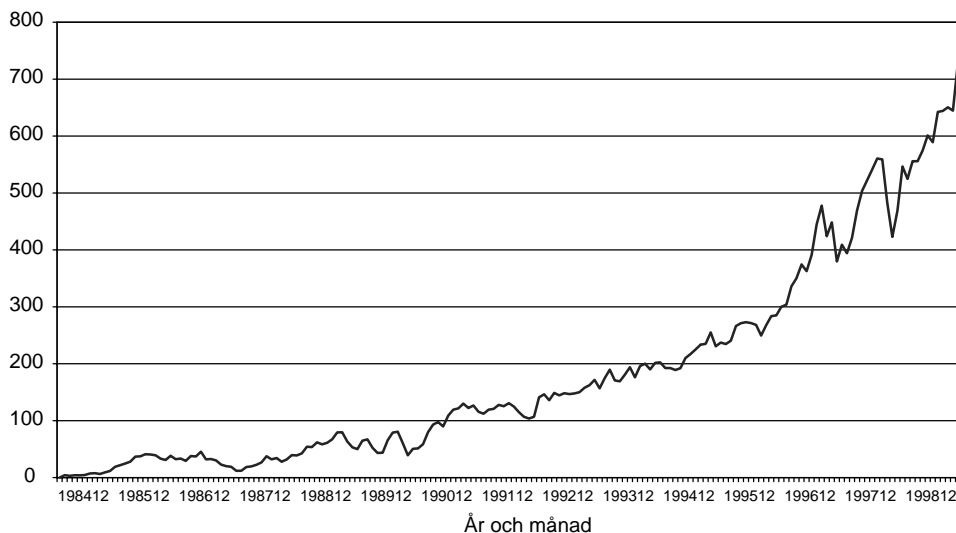
Vilka – om några – är de ekonomiska implikationer av fondbolagens preferens för aktier emitterade av stora företag? Om den frågan är det svårt att uttala sig, eftersom fondsparandet nådde en mera substantiell omfattning först under 1990-talet. En möjlighet består i att de stora företagens aktier blir övervärderade relativt de som emitterats av små och medelstora bolag. För att så skall vara fallet måste emellertid fondbolagen vara stora aktörer på marknaden.

I *Tabell 4* anges fondernas placeringar i svenska börsaktier åren 1988–2000. Tabellen ger också information över storleken på de övriga svenska aktörernas transaktioner med börsnoterade svenska aktier samt de utländska investerarnas transaktioner. Det är särskilt intressant att granska de utländska investerarnas, som inkluderar de utländska fondbolagens, nettoförvärv av svenska börsaktier, ty dessa har också starka drivkrafter att företrädesvis placera i våra storföretag.¹¹

Bilden av utlandet och fondbolagen som stora nettoköpare och de övriga aktörerna – hushåll, företag (främst försäkringsbolag) och den offentliga sektorn – som nettosäljare av svenska börsnoterade aktier framkommer tydligt av tabellen ovan. Med

¹¹ Detta kan visas av följande exempel. Betrakta en fond som förvaltar låt säga ett tusen miljarder SEK och antag att förvaltaren vill sprida kapitalet på maximalt 20 företag. Antag vidare att fonden inte vill förfoga över mer än 5 procent av varje företags totala aktiekapital. Under dessa förutsättningar begränsas placeringarna till företag med i genomsnitt ett börsvärde på ca 1000 miljarder kronor. Såsom situationen var i Sverige 2001 var det bara Nokia och med lite god vilja även AstraZeneca som kunde ta plats i den exklusiva skaran. Detta kan tjäna som en förklaring till varför de utländska ägarnas dominans på den svenska börsen är begränsat till de stora företagen. De utländska placerarnas ägarandel i de 11 största företagen uppgick 1998 till 41 procent 1998 medan hushållens andel var 13. Motsvarande siffror för de 210 minsta bolagen var 17 respektive 40 procent.

Figur 1 Skillnaden mellan generalindex och småföretagarindex, december 1984–oktober 1999.



undantag för åren 1995 och 1998 nettoköpte utlandet och fondbolagen svenska börsaktier (det sammanlagda transaktionsvärdet var då negativt). På omvänt sätt nettosålde den andra kategorin investerare svenska aktier samtliga år med undantag för 1996 och 2000. Enligt *Tabell 4* var det sammanlagda transaktionsvärdet för dessa två år positivt.

Frågan är om denna förskjutning i ägarbildningen kan ha påverkat prisutvecklingen på små och stora företags aktier? Det förefaller inte orimligt att så är fallet. Om nettköparna har en preferens för placeringar i stora företags aktier och nettosäljarna en preferens – låt vara svagare – för placeringar i små och medelstora företag, kommer kapital att omfördelas i motsvarande riktning. Detta räcker emellertid inte för att skapa en priseffekt utan för att så skall vara fallet måste också börskurserna vara likviditetsberoende. Ett sådant beroende är problematiskt och står inte i samklang med grundläggande finansiella principer. Men om perfekta riskfria arbitrage saknas, vilket vissa hävdar är fallet, spelar likviditeten en viktig roll.¹²

I *Figur 1* jämförs avkastningen på de

små företagen respektive samtliga företag (som helt domineras av de stora) listade på Stockholms fondbörs under perioden 1984–99. *Figur 1* visar att prisutvecklingen på börsen i stort var mycket snabbare än den på små företag. Detta var särskilt fallet under andra hälften av 1990-talet. För perioden som helhet var den genomsnittliga månatliga avkastningen på samtliga företag respektive de små företagen 1,56 procent och 0,95 procent, dvs en avkastningsdifferens på ca 0,6 procentenheter.

Systematiska skillnader i avkastning uppstår, enligt teorin bara om det förekommer systematiska skillnader i icke diversifierbar risk.¹³ För att undersöka om den lägre avkastningen på små företag var en följd av en lägre risk skattades sambandet mellan riskpremien på investeringar i småföretag mot riskpremien på samtliga lista

¹² För en diskussion se Schleifer [2000].

¹³ Den totala risken, mätt såsom standardavvikelsen, var densamma för samtliga företag och för småföretag, nämligen 6,32 procent.

de bolag.¹⁴ Följande resultat uppnåddes på månatlig data:¹⁵

(1) Riskpremien på småföretag = -0,005
+ 0,86 x Riskpremien på samtliga företag

Resultatet av skattningarna visar att också den riskjusterade avkastning på en investering i små företag under den aktuella perioden understeg den i samtliga företag. Det skattade värdet på konstantermen, som mäter den riskjusterade avkastningsdifferensen, är -0,5 procentenheter. Innebörden av detta är att blott en lägre andel, 0,1 procentenheter av den sammanlagda avkastningsdifferensen på ca 0,6 procentenheter kan förklaras av den lägre risken. Resten har andra förklaringsgrunder.

En investering i småföretag var vidare mindre riskabel än den i marknaden som helhet. Detta framgår av det skattade betavärdet som var 0,86. Resultatet på denna punkt är också förvånande ty aktier i små företag har traditionellt betraktats som mer riskabla än de i stora, vilket använts som en förklaring till den högre avkastningen på små företag som redovisats tidigare. Denna så kallade småföretagseffekt är en av de mest utforskade anomalierna i avkastningssammanhang och hundratals studier på området har publicerats sedan effekten först dokumenterades av Banz [1981].¹⁶ Frågan om varför den existerar är fortfarande olöst, men då effekten identifierats för många olika länder måste förklaringen innehålla mer än olikheter i institutionella faktorer. Senare studier tyder dock på att småföretagseffekten försvunnit under de senaste 15 åren.¹⁷

Resultatet här tyder emellertid på att vi till och med kan ha att göra med en omvänd småföretagseffekt innebärande att avkastningen är lägre än vad riskinnehållet motiverar. Det använda materialet är förvisso inte tillräckligt för att medge några långtgående slutsatser, men den bild som framtonar här tyder på att skillnaden mellan prisutvecklingen på de stora företagen och de små ökat under de år när fondspa-

randet tog fart, vilket åtminstone inte motsäger vår hypotes att fondsparande kan skapa systematiska prisskillnader.¹⁸

5. Vad kan göras?

Är detta ett stort problem och finns det några lösningar på det? På den första frågan finns inget bestämt svar då vi bara befinner oss i början av en process som vi knappast ens kunnat se konturerna av. Men en tänkbar följd av den divergerande prisutvecklingen är en förstärkning av den pågående uppköps- och fusionsaktiviteten på företagsmarknaden. Stora företag köper upp de mindre och medelstora undervärderade företagen och finansierar köpet med egna relativt sett övervärderade aktier. För mycket kapital kan på så sätt komma att styras till ekonomisk verksamhet inom ra-

¹⁴ Följande linjära samband skattades;

$$(R_s - R_f) = \alpha + \beta (R_m - R_f) + \varepsilon$$

där R_s betecknar avkastningen på småföretag, R_m den på samtliga företag, och R_f den riskfria investeringen, α och β är koefficienter som skall skattas, och ε en slumpterm som antas uppfylla de vanliga villkoren.

¹⁵ Förklaringsgraden mätt som det justerade R^2 värdet uppmättes till 0,73 vilket ger en rimlig förklaringsvärde och båda skattade koefficienter skilda från noll på 90 procents signifikansnivå.

¹⁶ Småföretagseffekten är bl a beskriven av Reinganum [1982, 1983, 1992], Lakonishok & Shapiro [1986], Dimson [1988] och Dimson & Marsh [1989].

¹⁷ Detta kan vara en följd av att marknaden blivit mera effektiv. Fler arbitragörer är aktiva i sökandet efter felprissatta aktier, fler aktörer har minskat transaktionskostnaderna och/eller mer förfinande statistiska metoder för att identifiera och mäta avkastningar har successivt kommit till användning (se Schleifer [2000]).

¹⁸ Som argument till att marknaden inte, genom arbitrage, eliminerat felprissättningar kan därför anföras transaktionskostnader, till skillnad mot brist på perfekta substitut som diskuteras av Schleifer [2000].

men för de stora företagen med en försämring av konkurrenstrycket som möjlig följd.

För att besvara den andra frågan måste problemets ursprung identifieras. Boven i dramat är inte allmänhetens fondsparande per se utan fondlagens placeringsbestämmelser. Dessa skapar tillsammans med förekomsten av verifikations- och transaktionskostnader drivkrafter för fonder att investera i aktier emitterade huvudsakligen av stora bolag. Då kostnadsstrukturen är svår att påverka återstår en revidering av fondlagen. Här framstår två vägar som möjliga. En större användning av slutna fonder och en generösare hållning beträffande fondbolagens ägarsituation. En tredje möjlighet består i att uppmuntra privata och individuella investeringar snarare än institutionella sådana, ty drivkraften att investera i de stora företagens aktier gäller inte lika starkt för placerare som förvaltar ett litet kapital. Detta kräver dock förändringar i skattestrukturen, något som vi inte skall behandla här.

Slutna fonder

Utmärkande för en sluten fond är att den inte har skyldighet att lösa in sina egna utfärdade andelar, utan för dessa etableras en sekundär marknad. Transaktioner med andelar i en sluten fond kan därför ske utan motsvarande transaktioner i de underliggande tillgångarna. Slutna fonder har också den fördelen att värdering av N illikvida tillgångarna som ingår i fonden kan ersättas med värdering av 1 likvid tillgång – fondandelen – som är skapad av de N underliggande tillgångarna. Detta minskar fondens transaktions- och verifikationskostnaden och effekten är särskilt påtaglig för fonden som investerar i många aktieslag och i mindre likvida tillgångar.

Investering i slutna fonder innebär emellertid ett extra riskmoment jämfört med den i en öppen som sammanhänger med att priset på en fondandel kortsiktigt kan få ett värde som skiljer sig från det ma-

tematiska värdet på de ingående tillgångarna.¹⁹ Risken för att ett dylikt scenario skall inträffa är dock liten om fonden enbart investerar i likvida tillgångar men icke försumbar om investeringar sker i illikvida tillgångar. Problemet skall emellertid inte överdrivas om det sker en kontinuerlig handel med fondandelarna, eftersom dagens finansiella marknader kännetecknas av en hög grad av effektivitet.

Om denna risk kan bedömas som liten vore en lösning att låta den slutna formen bli regel snarare än undantag. Slutna fonder är visserligen redan tillåtna men kräver särskilt tillstånd från Finansinspektionen.

Placeringsbestämmelserna

Den placeringsbestämmelse som mer än andra har konsekvenser för fondens placeringar är den som begränsar ett fondbolag till att inte inneha mer än maximalt 5 procent av det sammanlagda röstvärdet i ett företag. Men denna regel utgör knappast idag någon bindande restriktion för de större aktörerna. Reglerna tar nämligen sikte på fondbolagets samlade innehav. Eftersom en aktör kan äga flera fondbolag, och inget sägs om ägarens samlade innehav kan en ägare uppnå en dominerande ställning genom att äga flera fondbolag.

En genomgång av ägarstatistiken visar att det inte var ovanligt att en ägare hade en ägarandel som överskred de stipulerade 5 procenten. Att så var fallet för de stora ägarna – bankerna – förvånar knappast, men att även mindre aktörer/fondbolag överskred 5-procentsregeln var mera över-

¹⁹ Studier på amerikanska data visar att det snarare är regel än undantag att priset på andelar i slutna fonder avviker från priset på de underliggande tillgångarna. Såväl positiva som negativa avvikelser förekommer. För en diskussion se till exempel Lee, Schleifer & Thaler [1990]. Men mestadels rör det sig om en premie. Förekomsten av denna anomali försvårar starten ny slutna fonder. Detta tenderar att begränsas till tidpunkter med en i allmänhet positivt börs klimat, se Schleifer [2000].

Tabell 5 Röstvärdet i enskilda företag hos olika ägarkretsar, antal företag.

Fondbolag	Röstvärdet, R , (%)				
	$R=0$	$0 < R \leq 5$	$5 < R \leq 10$	$10 < R$	Alla
Nordea	253	70	9	0	332
SEB	230	75	23	4	332
SHB	219	113	0	0	332
Robur	240	76	12	4	332
Catella	298	33	1	0	332
Bancho	260	66	6	0	332
Skandia-Carlsson	279	51	2	0	332
Länsförsäkringar	267	63	2	0	332

Källa: Sundin & Sundqvist [2002]

raskande. Detta visas i *Tabell 5* nedan.

Notera att uppgifterna i tabellen underskattar fondbolagens inflytande, eftersom statistiken enbart inkluderar de 25 största ägarna i varje enskilt företag. Det betyder alltså att om en ägargrupp förfogar över 1 procent av röstvärdet i ett företag men är den 26 största ägaren, noteras detta innehav inte.

Flest överträdelser kan noteras för SEB, som i inte mindre än 27 företag överskred den kritiska 5-procentsnivån. Men även Robur har, i kraft av sin dominerande ställning och storleken på det kapital det förvaltar kommit att inta en stark ägarställning i åtskilliga företag. En rimlig slutsats av sammanställningen i tabellen ovan är att då placeringsbestämmelserna enkelt kan kringgås kan de lika gärna formuleras som en rekommendation istället för ett absolut krav.

6. Sammanfattande synpunkter

Vår hypotes bestod i att fondlagen skapar drivkrafter mot få men stora fonder som investerar en oproportionerligt stor del av kapitalet i aktier emitterade av stora bolag. De stora företagens attraktivitet består dels i att aktier utfärdade av dessa är mycket likvida och därför förenade med mycket låga verifikationskostnader och dels i att antalet aktier i fonden kan hållas på en rimlig nivå vilket ytterligare minskar de sammanlagda transaktionskostnaderna. Som

en följd av denna fokusering kan den riskjusterade avkastningen på de stora företagens aktier överstiga den på de mindre och medelstora företagens. Processen får ytterligare näring i det fall andelsägarna av bekvämlighetskäl föredrar fondandelar framför ett direkt aktieäggande – vilket tycks vara fallet – och av att det föreligger betydande stordriftsfördelar i kapitalförvaltning.

Fokuseringen på de stora företagens aktier kan vara till nackdel för den enskilde placeraren som därigenom går miste om en intressant diversifieringsmöjlighet. Många tillgångar kännetecknas ju av bristande likviditet – detta gäller både noterade aktier som inte är föremål för regelbunden handel och icke noterade aktier och andra tillgångar. Detta kan också vara till nackdel för den ekonomiska utvecklingen i stort eftersom små och medelstora företag kan möta svårigheter i sin riskkapitalförsörjning.

Slutsatsen av detta skulle kunna vara att fondsparandet bör begränsas, men vi menar att detta är en felaktig slutsats. Istället bör den rättsliga struktur som kringgärdar fondbolagen ses över, ty de brister vi pekar på är delvis en följd av den nuvarande lagens utformning. Särskilt problematiskt visade sig placeringsreglerna och den öppna fondformen vara. Frågan är om den nuvarande strukturen i dessa avseenden verkligen är förenlig med ekonomisk effektivitet.

Referenser

- Banz, R, [1981], "The Relationship between Return and Market Value of Common stock", *Journal of Financial Economics*, vol 9, s 3–18.
- Del Guernico, D & Hawkins, J, [1999], "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics*, vol 52, s 293–340.
- Dimson, E, [1988], *Stock Market Anomalies*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Dimson, E & Marsh, P, [1989], "The Smaller Companies", *Puzzle, Investment Analyst*, vol 91, s 16–24.
- Dowd, K, [1996], *Competition and Finance: A reinterpretation of Financial and Monetary Economics*, Macmillan Press Ltd, London.
- King, R & Levine, R, [1993], "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *Quarterly Journal of Economics*, vol 108, s 717–737.
- La Porta, R, Lopez-deSilanes, F, Schleifer, A & Vishny, R W, [1998], "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, vol 106, s 1113–1155.
- Lakonishok, J & Shapiro, A, [1986], "Systematic Risk, Total Risk and Size as Determinants of Stock Market Returns" *Journal of Business Finance*, vol 10, s 115–132.
- Lee, C M C, Shleifer, A & Thaler, R H, [1990], "Anomalies. Closed-End Funds", *Journal of Economic Perspective*, vol 4, s 153–164.
- Levine, R & Zervos, S, [1998], "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, vol 88, s 537–558.
- Rajan, R G & Zingales, L, [1995], "What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International data." *Journal of Finance*, vol 50, s 1421–60.
- Reinganum, M R, [1982], "A Direct Test of Roll's Conjecture on the Firm Size Effect", *Journal of Finance*, vol 37, s 27–35.
- Reinganum, M R, [1983], "The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January: Empirical Tests for Tax-Loss Selling Effects", *Journal of Financial Economics*, vol 12, s 89–104.
- Reinganum, M R, [1992], "A Revival of the Small Firm Effect", *Journal of the Portfolio Management*, vol. 18(3), s 55–62.
- Schleifer, A, [2000], *Inefficient Markets – An Introduction to Behavioral Finance*, Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press, Oxford.
- Schwartz, R A, [1992] "Market Liquidity" i Newman, P, Milgate, M & Eatwell, J (red), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol 2, Macmillan Press Limited, London, s 666–667.
- SOU 1998:160, *Reglering och tillsyn av banker och kreditmarknadsföretag*, delrapport från banklagskommittén.
- SOU 2000:11, *Finanssektorns Framtid*, betänkande från finansmarknadsutredningen.
- Sundin, A & Sundqvist, S-I, [2002], *Ågarna och makten i Sveriges börsföretag 2002*, SIS Ågarservice AB, Stockholm.