

Bokanmälningar

Hans Tson Söderström (red), Erik Berglöf, Bengt Holmström,
Peter Högfeldt och Eva M Meyersson Milgrom

Ägarmakt och omvandling – Den svenska modellen utmanad

SNS ekonomiråds rapport 2003

Vilken roll spelar det system som finns för extern styrning och kontroll av företagens verksamhet för hur framgångsrik en ekonomi är? Det här är den stora frågan som tacklas i SNS ekonomiråds senaste rapport. Trots sin relativt ringa omfattning diskuterar rapporten ingående de slutsatser som kan dras på basen av forskning om corporate governance från olika håll i världen.

Inte helt oväntat tas de skandaler som uppdagats i USA förknippade med företag som Enron, Tyco och WorldCom som en utgångspunkt för diskussionen. Författarna gör emellertid klart för läsaren att de upplever en uppenbar risk för att de här fallen hotar föra in diskussionen på sidospår. Frågorna om revisorernas roll och styrelseansvaret är otvivelaktigt viktiga. Att ensidigt inrikta sig på en minimering av risken för medvetna försök från ledningens sida att sko sig på företagets bekostnad kan dock leda till betydligt större förluster. Uppmärksamheten bör riktas mot frågan om hur företaget bäst skall kunna skapa mervärde i form av kalkylerad risktagning.

I enlighet med den etablerade forskningen på området drar författarna en skiljelinje mellan det amerikansk-engelska systemet med ett relativt välfungerande placerarskydd, likvida värdepappersmarknader och finfördelat

ägande å ena sidan och det kontinentaleuropeiska systemet med sämre placerarskydd och hög frekvens av tongivande aktieägare å den andra. I det senare systemet innebär avsaknaden av ett fullgott placerarskydd att den dominerande ägaren behövs som en naturlig förespråkare för aktieägarintresset. I det amerikansk-engelska systemet är det däremot uppköpshotet som disciplinerar företagsledningen och håller den på en kurs som gagnar aktieägarna.

Den som söker efter ett kraftigt ställningstagande för eller mot olika system för corporate governance blir förmodligen besviken på den här rapporten. Vad man hittar är rätt återhållsamma ställningstaganden om att det engelsk-amerikanska systemet som tilldelar aktiemarknaderna nyckelrollen är bättre i situationer med betydande förändringstryck. En marknadsbaserad, opersonlig mekanism är bättre när det gäller att lösgöra resurser från sådana områden där de inte mera gör så stor nytta för att överföra dem till nya intressanta områden där de verkligen behövs. Det marknadsbaserade systemet får därför ett övertag när teknologiska innovationer skapar oanade nya affärsmöjligheter och öppnar nya marknader. Däremot är det fullt möjligt att det kontinentaleuropeiska systemet kan vara bättre i en stabil miljö.

Vilket system som är bäst skulle alltså vara avhängigt av omständigheterna. Följdfrågan är då om vi verkligen kan vänta oss att stabila förhållanden kommer att avlösa mera turbulenta perioder i ett cykliskt mönster eller om förändring och omstruktureringsbehov har kommit för att stanna. Om vi nu lever i den turbulenta fasen av en cyklisk process är det förändringsbehov som riktar sig mot det svenska systemet, som ju följer kontinentaleuropeisk modell, klart mindre än om vi befinner oss i en accelererande förändringsprocess. För det senare alternativet, dvs en bestående ökning i förändringstakten, talar det faktum att en allt större del av de mänskliga resurserna lösgörs från rutiner och frigörs för nyskapande arbete, tack vare den teknologiska utvecklingen. Författarna nöjer sig dock med att hänvisa till att turbulenta och stabila perioder i ett historiskt perspektiv avlöst varandra.

Vad gäller styrelsens möjligheter att befrämja värdeskapande verksamhet i bolaget framhåller rapporten att det finns två motstridiga dimensioner som bör beaktas. Den ena dimensionen är beslutseffektivitet och den andra är informationseffektivitet. För att befrämja beslutseffektiviteten är det bättre med en homogen styrelse i vilken medlemmarna har liknande bakgrund. För att däremot befrämja informationseffektiviteten, dvs för att öka bredden i den information styrelsemedlemmarna besitter och som kan vara av relevans när viktiga beslut fattas, är det bättre med en heterogen styrelse bestående av personer med olika bakgrund.

Vad gäller de incitament som ges åt företagsledning framhåller rapporten att det vore olyckligt om skandaler av den typ som utspann sig i Enron och Worldcom skulle leda till att kompensationskontrakt som knyter ledningens ersättning till aktiekursen skulle överges. Enligt rapporten förefaller det klart att optioner eller andra aktiekursrelaterade kompensationskontrakt har en viktig funktion för att få ledningen att göra bedömningar som står i överensstämmelse med maximering av företagets värde. Det här gäl-

ler speciellt vid uppköpsshot där den sittande ledningen i avsaknad av optionskontrakt tenderar att motsätta sig förändringar som kan innebära att den egna arbetsplatsen går förlorad. En företagsledning med optionskontrakt kan däremot se försäljningen av bolaget, t ex för att kunna realisera skalfördelar inom en större helhet, som ett naturligt och fullt acceptabelt alternativ.

Rapporten avslutas med kapitlet: "Strategier för effektivare ägande och kontroll i näringslivet". Inte heller här är författarna villiga att komma med några speciellt kraftiga rekommendationer. Vid sidan om de ställningstaganden som redan refererats framhålls betydelsen av transparent information om bolagets verksamhet och finansiella tillstånd, kontraktsfrihet samt självreglering istället för lagstiftning när valmöjlighet existerar. Som lämplig nivå på självregleringen anför de regler som gäller för en modern aktiebörs. Det ligger i aktiebörsens eget intresse att se till att såväl noterade företag som placerare följer klara och acceptabla spelregler. Engagemang från den offentliga sektorns sida leder vanligen bara till ökad trögrörlighet som inte motsvaras av några större fördelar. Den offentliga sektorns roll skulle i huvudsak inskränkas till att garantera börsens integritet i förhållande till exceptionellt inflytelserika företrädare för intressentgrupperna.

Vad gäller det svenska systemet ser författarna att det största hotet inte ligger i att minoritetsaktieägarnas intressen skulle äventyras utan snarare i att övertagandet av kontrollen i ett bolag blir alltför kostsamt. Den förväntade vinsten av att planera och förverkliga ett övertagande av ett mindre välskött bolag blir så liten att kompetenta krafter inte finner projektet ekonomiskt meningsfullt. Vad författarna rekommenderar är därför en kalibrering av regelverket så att marknaden för företagskontroll blir ekonomiskt intressantare för grupper som har förmågan att utmana de existerande innehavarna av kontrollen. Det här innebär dock inte att författarna skulle förespråka ett avskaffande av rösträttsdifferenser. Hoppet läggs i denna

fråga på marknaden och att dessa differenser skall försvinna när ägarna inser att de får bättre betalt för sitt bolag om differenserna slopas.

Som en helhet ger rapporten en välskrivna och balanserad analys av de problem som sammanhänger med det vi också på svenska vant oss vid att kalla för corporate governance. Rapporten ger också en bred och lättillgänglig översikt över de resultat man kommit fram till i forskningen på området.

Den som har kunnat följa med utvecklingen inom forskningen på området under en längre period har förmodligen noterat att perspektivet gradvis förskjutits. För tio år sedan framfördes den engelsk-amerikanska och den kontinentaleuropeiska modellen för företagsstyrning på många håll som jämnstarka alternativ. Sedan dess har engelsk-amerikanska modellen gradvis fått ett allt tydligare övertag, något som nog också, trots den försiktiga grundtonen, kan utläsas ur föreliggande rapport. Inte ens de företagsskandaler som skakat New York börsen har kunnat ändra den trenden. De nyligen

uppdagade oegentligheterna i det holländska detaljhandelsföretaget Ahold visar att inte heller europeiska företag är immuna mot liknande skandaler.

En viktig orsak till denna omvärdering är den uppenbara handlingsförlamning som drabbat framförallt den japanska, men på senare tid i viss utsträckning också den tyska ekonomin. Stagnationen i de här länderna kontrasterar starkt mot den amerikanska ekonomins historiskt snabba produktivitetstillväxt under samma tid. Att döma av föreliggande rapport, som otvivelaktigt ger en representativ bild av forskningen på området, saknas dock fortfarande en verkligt insiktsfull analys av frågan om i vilken utsträckning handlingsförlamningen är relaterad till de system för corporate governance som tillämpats i berörda länder och i vilken utsträckning det i stället handlar om andra samhälleliga systemdefekter.

Tom Berglund

Professor, Svenska Handelshögskolan,
Helsingfors