

A- mot B-laget: En match för den svenska ägarmodellen

En uppdelning av aktier i ett A- och ett B-lag, med olika röstvärden, har länge ansetts som nödvändigt för att få till stånd en ”adekvat finansiering”. Röstdifferentieringen skapar även förutsättningar för en över tiden stabil ägarstruktur, vilket påstås vara önskvärt. Detta stämmer dock dåligt överens med internationell forskning som pekar på att en dynamisk ägarstruktur är positiv för strukturomvandling och ekonomisk förnyelsekraft. Denna artikel presenterar empiriska resultat som visar att företag som använder röstdifferentiering systematiskt gör sämre investeringar jämfört med företag där principen en aktie – en röst gäller. Vi anser därför att en nödvändig reform på sikt är avskaffandet av röstdifferentieringen.

An economist who, by his efforts, is able to postpone by a week a government program which wastes \$100 million a year (what I consider a modest success) has, by his actions, earned his salary for the whole of his life. (...) It is not necessary to change the world to justify our salaries.

Användandet av aktier med olika rösträtt, så k A- och B-aktier, är ett särskiljande och, givet dess spridning, unikt drag i det svenska systemet för ägar- och företagsstyrning. Det sätt olika nationers system för ägar- och företagsstyrning skiljer sig åt har inte bara konsekvenser för hur väl den privata sektorn förvaltar aktieägarnas kapital utan också för ekonomins långsiktiga förnyelseförmåga och tillväxtkraft. Frågor rörande formerna för företagsstyrning och ägarkontroll¹ har under det senaste decenniet aktualiserats i såväl Sverige som kontinentaleuropa. Detta bl a som en reaktion på bristande strukturomvandling och svag ekonomisk förnyelsekraft (se t ex Söderström m fl 2003). En faktor som bidrar till långsam strukturomvandling är systematiska brister i de investeringsbeslut företagsledningar fattar. I denna artikel diskuteras på vilket sätt bruket av aktier med olika rösträtt kan påverka företagets investeringar.

Inte minst har frågor rörande kvalitén på näringslivets investeringsbeslut blivit aktuella i och med den debatt socialdemokraternas partisekreterare Marita Ulvskog startade i februari månad, då hon påstod att svenska börsbolag investerade för lite och delade ut för mycket till aktieägarna.

De socialdemokratiska regeringarna har under 1900-talet inte bara varit direkt aktiva i uppbyggandet av det nuvarande svenska ägarsystemet (Hög-

JOHAN EKLUND OCH DANIEL WIBERG

är doktorander i nationalekonomi vid Internationella Handelshögskolan i Jönköping. Johans forskningsintressen ligger inom rättsökonomi, industriell organisation samt *corporate governance*. Daniel intresserar sig för *corporate governance*, finansiell ekonomi och institutionellt ägande. johan.eklund@jibs.hj.se daniel.wiberg@jibs.hj.se

Artikeln har dragit nytta av värdefulla diskussioner med ekonomer verk-samma vid Center for Study of Public Choice och School of Public Policy, George Mason University i USA, samt med Professor Åke E Andersson. Tack också till Jonas Vlachos för bra synpunkter. Ett speciellt tack riktas även till Ratio och Föreningsparbankernas Forskningsstiftelse för finansiellt stöd.

¹ Inom den engelskspråkiga litteraturen går detta begrepp under benämningen *Corporate Governance*. Ett motsvarande vedertaget begrepp finns inte på svenska.

feldt 2004) utan bidrar också fortfarande med ett aktivt stöd för den rådande ägarmodellen och därmed för rådande ägarförhållanden.

Det som verkar mindre känt, åtminstone för regeringen, är att det också kan uppstå samhällsekonomiskt negativa effekter av en ägarmodell som så tydligt som den svenska låser ägandet inom rådande strukturer. Ulvskogs uttalanden strider därför mot resultaten av den empiriska forskning som finns på området.

Trots detta finns det ett starkt och djupt rotat stöd för detta system bland såväl ägare som det politiska etablissemangen i Sverige, ett stöd vilket står i skarp kontrast till den internationella synen på denna fråga. Det förs inte ens en livlig debatt kring ägar- och inflytandefrågan, vilket är märkligt då detta kontrollinstrument i Sverige kombineras med ett betydande pyramidägande vilket ytterligare separerar kapitalägande och röstvärde.

Röstdifferentiering och ägarstyrning har inte diskuterats särskilt aktivt i *Ekonomisk Debatt*. För 15 år sedan togs frågan upp av Bergström och Rydqvist (1991). Efter en lång period av tystnad har ett ökat intresse märkts under senare år (Bennedsen och Nielsen 2003, Westerdal 2003, Söderström 2004). I en ledarkommentar ifrågasatte Per Strömberg (2006) den svenska ägarmodellen och pekade på de goda resultat vissa institutionella ägare uppnått när de gått in som ägare i bolag.

Däremot har frågan dykt upp med jämna mellanrum i övriga media, såsom DN-Debatt. I samtliga fall handlar det om ett ifrågasättande av gällande system för röstvärdesskillnad, främst från aktörer som själva är aktiva på finansmarknaden.² Husqvarnas avknoppning från Electrolux är det senaste exemplet på hur systemet med A- och B-aktier skarpt kritiserats av framförallt institutionella placerare. AP-fonderna föreslog att principen en aktie – en röst ska gälla för Husqvarna då bolaget separeras från Electrolux. Anmärkningsvärt är dock med vilken återhållsamhet dessa frågor bemöts av förespråkarna för systemet med röstvärdesskillnader:

Vår grundbult är att kontraktsfrihet måste råda och därmed att de skillnader som finns i Electrolux ska följa med i Husqvarna.³

[Börje Ekholm, vd Investor]

Denna artikel presenterar empiriska resultat som starkt ifrågasätter fördelarna med duala rösträtter i aktier. De empiriska resultaten måste ses som centrala för diskussionen.

Utgångspunkten för resonemanget i denna artikel är en studie av Bjuggren m fl (2006). Denna ger starka empiriska belägg för att användandet av röstdifferentierade A- och B-aktier har en *negativ inverkan på hur företag*

² Mats Qviberg, för att nämna ett exempel, ifrågasatte helt nyligen bruket av A- och B-aktier på DN-Debatt (Qviberg 2006).

³ Investors vd Börje Ekholm, på frågan om varför Investor inte vill eftersträva ett enda aktieslag i Husqvarna. Ekholm öppnar dock för en översyn av röstvärdesskillnaden i syfte att öka likviditeten i A-aktierna (Gripenberg 2006).

förvaltar sitt kapital och att företag med röstdifferentierade aktier har en systematiskt lägre avkastning på sina investeringar. Vi menar därför att bruket av röstdifferentierade aktier i förlängningen är ett institutionellt särdrag som utgör ett hinder för strukturomvandling. Således kan det även antas vara samhällsekonomiskt negativt, för såväl sysselsättningen som den långsiktiga ekonomiska tillväxten.

1. A-laget, argument för röstvärdesskillnad

Ett av de främsta argumenten som förs fram till försvar för systemet med röstdelning är att det ökar möjligheterna för företag att finna ”adekvat” finansiering kombinerat med att en stark och engagerad ägare bibehålls. Propositionen till Aktiebolagslagen 2004/05:85 representerar denna syn och där står det t ex att läsa:

Möjligheterna att besluta att aktier skall ha olika rätt anses vara av stor betydelse för att bolagen skall kunna få till stånd en ändamålsenlig finansiering av verksamheten. Det finns inte något som tyder på att möjligheten har lett till några särskilda olägenheter eller problem. [s 248]

Detta nämns med en medföljande hänvisning till 1997/98 års proposition, där samma argument förs fram. Några empiriska belägg för propositionernas påståenden redovisas inte. I motsats till propositionernas antaganden finns det emellertid en stor mängd forskning som förespråkar minoritetsskydd visavi kontrollägare.

Från lagstiftarens sida motiveras också skillnader i röstvärde med att en stark och stabil ägarfunktion kan upprätthållas även i stora företag. I proposition 1997/98 sägs:

Genom aktier med olika röstvärden möjliggörs en stark och stabil ägarfunktion även i mycket stora företag. Härigenom skapas förutsättningar för en effektiv drift samt en långsiktig planering av företagets verksamhet. Röstvärdessdifferentiering gör det dessutom möjligt för expanderade företag att anförskaffa kapital utan att de ursprungliga ägarna förlorar kontrollen över företaget. Inget tyder heller på att bruket av olika röstvärden har medfört några beaktansvärda negativa effekter.

I detta avseende har lagstiftningen också varit mycket framgångsrik och givit förutsättningarna för en mycket koncentrerad och över tiden stabil ägarstruktur. Bland de 14 svenska familjer som etablerade kontroll före 1920 är fyra fortfarande aktiva (Wallenberg, Bonnier, Johnson och Söderberg) och bland de 23 aktiebolag som grundades under perioden 1920 till 1965 är fem familjer fortfarande aktiva (Rausing, Olsson, Wallenius, Persson samt Stenbeck), se Högfeldt (2004). Att den nuvarande socialdemokratiska regeringen fortfarande ger aktivt stöd åt systemet med röstskillnader,

bl a i förhållande till EUs direktiv och policy i frågan, tyder på ett starkt stöd för rådande ägarstruktur. Detta stöd är också anmärkningsvärt, då det tyder på ett fast förtroende för en kontinuerlig ägarkompetens över generationer bland medlemmarna i vissa svenska ägarblock.

Små aktieägare har svaga incitament att utöva ägarmakt och väljer hellre att sälja sina aktier i stället för att försöka påverka företagets beslut. Som ett resultat av detta fattas beslut rörande företagets skötsel i allt högre grad av en företagsledning som inte är kopplad till ägandet. Denna problematik antas kunna undvikas genom att ägandet koncentreras till en enda ägare, eller till en begränsad grupp av ägare, som därigenom ges incitament till att övervaka och påverka företagets ledning.

Argumenten är alltså att incitamenten till aktivt ägande förbättras då makten koncentreras till ett fåtal händer. Denna syn kommer bl a fram i en replik till Bergströms och Rydqvists *Ekonomisk Debatt*-artikel av Giesecke (1992). Giesecke menar där att försäkringsbolag, dvs institutionella placerare, inte har tillräckliga incitament att kontrollera och ta en aktiv roll i företagsstyrningen utan att dessa placerare helt enkelt placerar om sina tillgångar i stället för att ta aktiv del i företagets affärer. Detta kan kallas portföljperspektivet på aktieplaceringar och är analogt till Hirschmans (1970) "exit and voice"-resonemang. Gieseckes (1992) slutsats är därför att: "Det enklaste sättet att åstadkomma en syntes mellan aktiebolagens behov av stabila ägare och försäkringsvärldens placeringsintressen är att bibehålla ett system med röstdifferentiering" (s 63).

Ett annat mer oklart argument som ibland förs fram är att kontrollerande aktieägare medvetet avstår från expansion av företaget om det medför att kontrollen över företaget minskar eller till och med går förlorad. Röstdifferentierade aktier sägs då kunna avhjälpa detta problem genom att vidga valet av finansiering och därmed möjliggöra en expansion utan att de ursprungliga aktieägarna förlorar sitt inflytande. Givet att risken för minskat inflytande gör att de kontrollerande ägarna, vanligen den grundande familjen, undviker expansion av företaget kan alltså bruket av röstdifferentierade aktier vara samhällsekonomiskt motiverat i syfte att åstadkomma en "adekvat" finansiering. Inget talar dock specifikt för att den kontrollerande ägaren även fortsättningsvis är bäst lämpad för att leda det expanderande företaget.

2. B-laget, argument mot röstvårdesskillnader

Det främsta argumentet mot röstvårdesskillnader är att en liten grupp av aktieägare i kontroll kan exploatera minoritetsägare, trots att minoritetsägarna tillhandahåller det mesta av kapitalet. Internationell forskning pekar mot att skyddet av minoriteter är av stor betydelse för hur väl kapital förvaltas och företag sköts (se t ex La Porta m fl 2002). Utifrån detta perspektiv är det tveklöst så att röstdifferentiering minskar minoritetsägarnas inflytande över företagets skötsel. Därtill kommer de effekter röstvårdesskillnaden har

på såväl nya som gamla aktier i företaget i form av lägre värdering, likviditetseffekter, etc.

Det samhällsekonomiskt viktigaste problemet är de investeringar som är ineffektiva och missriktade till följd av företagsledningars felbedömningar och misslyckade strategier.

En dynamisk ägarstruktur kan här bidra till en mer effektiv resursanvändning då ineffektiva ägare lättare ersätts av mer resultatintriktade. I en värld utan transaktionskostnader skulle sålunda även den minsta avvikelser av ett företags marknadsvärde från dess potentiella maximumvärde, leda till uppköp och skifte av ledning. På så sätt kan man tillgodogöra sig det värde som uppstår i och med att man återför företags marknadsvärde till sitt maximum. Henry Manne (1965) myntade uttrycket ”market for corporate control” för att beskriva denna process. Han menade dessutom att denna ”marknad för företagskontroll” hade en tillräckligt disciplinerande effekt på företagsledningar för att förhindra någon längre avvikelse från den värdemaximerande användningen av företagets resurser, utifrån aktieägarnas synvinkel. I avsaknad av en vital marknad för företagskontroll, med låsta ägarstrukturer såsom i Sverige, blir utfallet i fråga om effektiv resursanvändning i företagen snarare det omvända.

Förutom dessa effekter finns en uppenbar risk för att ett omfattande utnyttjande av A- och B-aktier låser inne ägare för mycket lång tid, kanske över företagets hela livslängd. Att en och samma ägare över generationer, t ex inom samma familj, skulle ha en speciell förmåga (särskiljande från andra aktörer och intressenter på företagsmarknaden) att på bästa sätt leda företaget är högst osannolikt. Tvärtom, obsoleta föreställningar och tumregler kan leva kvar över generationer. Långvarigt etablerad röstskillnad leder därmed till mindre ägardynamik och inlåsning av kapitalet i föråldrade strukturer.

3. Bruket av röstdifferentierade aktier och svenskt ägande

Svensk lagstiftning tillåter i dagsläget en röstvärdesskillnad mellan aktier som maximalt får uppgå till 1:10, tio gånger någon annan akties röstvärde (Aktiebolagslag 2005, 4 kap 5§). Då Sverige har en lång tradition av att tillåta röstvärdesskillnad och då begränsningen 1:10 infördes först 1944 innebär det att företag etablerade dessförinnan kan ha aktieslag med större skillnader i röstvärden. LM Ericsson t ex hade fram tills nyligen aktier där den röstsvagare B-aktien endast hade 1:1 000 röstvärde av A-aktien. Beslut om ändring av röstvärdesskillnaden mellan A- och B-aktier togs av bolagsstämman i augusti 2004. Efter ändringen berättigar en A-aktie till en röst och en B-aktie till en tiondels röst.⁴ För att ändra röstvärdet, eller övergå till ett aktieslag, dvs en aktie – en röst, krävs beslut av bolagsstämman (biträtt

⁴ Vid bolagsstämman 31/08/06 föreslogs emellertid att A-aktierna helt skulle avskaffas, något som dock avslogs.

Tabell 1
Röstdifferentiering i
västeuropeiska länder

Land	Antal företag	Antal företag med röstdifferentierade aktier	Andel företag med röstdifferentierade aktier
Belgien	130	0	0,00
Portugal	87	0	0,00
Spanien	632	1	0,00
Frankrike	607	16	0,03
Tyskland	704	124	0,18
Österrike	99	23	0,23
Irland	69	16	0,23
Storbritannien	1 953	467	0,24
Danmark	210	70	0,33
Finland	129	47	0,36
Italien	208	86	0,41
Sverige	334	185	0,55
Totalt	5 162	1 035	0,20

Källa: Bennedsen och Nielsen (2002), återgivet i Söderström m fl (2003)

av minst nio tiondelar av det totala röstvärdet av bolagets aktier) och medföljande ändring i bolagsordningen. Det alternativ som finns här är, förutom lagstiftning, att marknadens aktörer själv reglerar dessa förhållanden via t ex Stockholmsbörsens regelverk. Detta är något som det visats ringa intresse för, kanske föga förvånande med tanke på börsens medlemmar.

I dag utnyttjar mer än hälften av de svenska börsbolagen möjligheten till röstdelade aktier, vilket i jämförelse med andra länder är en mycket hög andel (se tabell 1).

Som en konsekvens av den ökande internationaliseringen har det utländska ägandet i Sverige ökat under de senaste decennierna, vilket har skett parallellt med ett ökat användande av röstdifferentierade aktier.

De empiriska resultaten till grund för denna artikel kommer en studie utförd av Per-Olof Bjuggren, Johan Eklund och Daniel Wiberg (Bjuggren m fl 2006). Studien behandlar röstdifferentieringens effekter på investeringseffektivitet och värdering. Av de 95 börsbolag som studien omfattar krävdes att de var noterade på Stockholmsbörsens A- eller O-lista under åren 1998 till 2002.⁵ Cirka 70 procent av dessa bolag använder sig av aktier med olika rösträtt. I tabell 2 återges hur stor kapital- och röstandel den enskilt största ägaren, de fem största ägarna, samt utländska ägare i genomsnitt har i de börsbolag som omfattas av studien. Från detta framgår tydligt att svenska börsbolag i allmänhet kontrolleras av en grupp som på sin höjd består av fem ägare, som i snitt har drygt 60 procent av rösterna. I förhål-

⁵ Bolag med brutna räkenskapsår eller med huvudsakligen finansiell verksamhet har exkluderats från studien. Datamaterialet består av redovisningsinformation, kursdata från Stockholmsbörsen och ägarinformation från Sundin och Sundqvist (1998-2002).

Koncentrationsmått	Medel	Min	Max	Standardavvikelse	Observationer
Kapitalandel största ägaren	25,1%	4,2%	72,6%	15,8	95
Rösträttsandel största ägaren	38,3%	4,9%	91,9%	21,7	95
Kapitalandel för de fem största ägarna	48,5%	11,6%	91,7%	18,6	95
Rösträttsandel för de fem största ägarna	61,2%	13,4%	97,5%	21,4	95
Kapitalandel utländska ägare	18,7%	0,2%	73,5%	16,8	95
Rösträttsandel utländska ägare	14,9%	0,0%	73,2%	16,5	95

Tabell 2
Ägarkoncentration,
genomsnitt 1998–
2002

Källa: Bjuggren m fl (2006).

lande till rösträttsandelarna tillhandahåller de kontrollerande ägarna oproportionerligt lite kapital.

4. Ägande och investeringsbeslut

Internationell forskning har funnit belegg för att företagsledningar underinvesterar i ny teknik samtidigt som de överinvesterar i gammal teknik och fattar dåliga investeringsbeslut. Baumol m fl (1970) påvisade signifikanta avkastningsskillnader mellan investeringar beroende på finansieringsformen. Detta resultat tycks stärka idén om en finansieringshierarki, där banklån har lägre kapitalkostnad än nytt kapital och interna kassaflöden har lägre kapitalkostnad än banklån. En annan studie av Mueller och Reardon (1993) visar också att många stora företag investerar i projekt med en avkastning betydligt under aktieägarnas alternativkostnad. Kortfattat kan man säga att antagandet att alla företag väljer en nivå på investeringar som jämför marginalavkastningen av investeringarna med företagets kapitalkostnad, har funnit lite stöd i den empiriska forskningen.

Ett ur aktieägarens perspektiv rationellt och vinstmaximerande investeringsbeslut förutsätter att avkastningen från företagsledningens senaste investering ska vara större än eller lika med avkastningskravet.⁶ Det vill säga att avkastningen på en investering, i , ska i jämvikt vara lika med kapitalkostnaden, r . Om företagsledningens investeringar resulterar i en avkastning under den alternativa avkastning som marknaden erbjuder, kan aktieägaren ha använt resurserna på ett effektivare sett genom att själv investera dem i andra mer lönsamma alternativ.

⁶ Avkastningskravet är liktydigt med alternativkostnaden för investeringen, dvs den avkastning som andra investeringar kan ge.

Kvoten mellan avkastningen på investeringar (i) och kapitalkostnaderna (r), Tobins marginella q , dvs q_m , är därför ett mått på hur väl ett företag förvaltar sitt kapital. Om kvoten i/r är > 1 innebär detta att företaget i fråga har en avkastning som överstiger kapitalkostnaden. Vid jämvikt gäller att $i/r = 1$, dvs att sista kronan som investeras ger en krona tillbaka i företagets marknadsvärde.

Genom att statistiskt beräkna q_m är det möjligt att utvärdera företagsledningarnas investeringar. Detta kan i sin tur kopplas till olika former av ägande för att studera vilka konsekvenser diverse ägarstrukturer får för utfallet av företags investeringsbeslut. I denna artikel har vi valt att endast presentera skattade q_m och visa på hur dessa skiljer sig mellan företag med, respektive utan, röstdifferentierade aktier.

Svenska företag med röstdifferentierade aktier har i genomsnitt en systematiskt sämre avkastning på investeringar (q_m) än bolag som inte har röstdifferentierade aktier, vilket framgår ur tabell 3.

Marginella q har skattats med tre olika skattningsmetoder samt med fyra olika mått på ägarkoncentration. Ägarkoncentrationen har mätts som kapitalandel kontrollerad av den enskilt största ägaren samt de fem största ägarna tillsammans (rad 1 och 2). Dessutom har ägarkoncentration mätts som röstandelar kontrollerade av den enskilt största ägaren samt de fem största ägarna tillsammans (rad 3 och 4).

Rad 5 visar det genomsnittliga värdet för samtliga skattningar av marginella q i Bjuggren m fl (2006). Genomsnittet för icke röstdifferentierade bolag ligger mycket nära ett (1,08) för alla skattningsmetoder, vilket får anses som ett tecken på att dessa bolag sköts effektivt och att investeringarna är samhällsekonomiskt optimerade. Genomsnittet för de röstdifferentierade bolagen är däremot dystrare, endast 0,55, vilket innebär att en krona

Tabell 3
Marginella q ,
röstdifferentierade
aktier och ägarkon-
centration

	Ej röstdifferentiering	Röstdifferentiering
Kapitalandel största ägaren	1,42	0,65
Kapitalandel för de fem största ägarna	1,52	0,79
Rösträttsandel största ägaren	1,21	0,57
Rösträttsandel för de fem största ägarna	1,19	0,50
Genomsnitt (samtliga skattningar)*	1,08	0,55

*Genomsnittliga q_m för samtliga skattningsmetoder, dvs Fixed-Effects, Random-Effects, Pooled-OLS. Baserade på resultat i Bjuggren m fl (2006). Bjuggren m fl (2006) utvärderar också olika estimatorer, där samtliga dock ger likvärdiga resultat, vilket ska tolkas som ett tecken på robusthet. I studien kontrolleras även för graden av ägarkoncentration mätt i såväl röst- som kapitalandel.

investerad av dessa bolag i genomsnitt bara ökat bolagens värde med 55 öre. Ett investeringsresultat som endast kan tolkas som ett misslyckande av företagsledningen.

Som jämförelse kan nämnas att Gugler m fl (2002) i en internationell studie funnit att genomsnittliga q_m för USA ligger kring 1,05, och att Sverige har ett betydligt lägre q_m -genomsnitt på 0,65. Ett resultat som återigen ligger betydligt under kapitalkostnaden (tillika marknadsavkastningen) och i linje med de ovan presenterade resultaten. Det Gugler m fl (2002) saknar är dock separationen av företag som tillämpar röstdifferentiering från dem som inte gör det, en uppdelning som alltså stärker dessa resultat ytterligare.

5. Slutsatser

Våra resultat visar att flertalet aktieägare skulle ha tjänat på att företagen antingen hade delat ut en större andel av vinsten direkt till aktieägarna, eller köpt tillbaka aktier i stället för att investera. Partisekreterare Ulvskogs uttalande om underinvesteringar och alltför generösa utdelningar motsägs av ekonomisk teori och empiriska studier. Det verkar i stället som en stor del av de svenska storföretagen överinvesterar i den egna verksamheten, snarare än att utdela medel till aktieägarna och därmed möjliggöra mer effektiva användningar av desamma.

Vi anser att aktiemarknadens samlade värdering av en gjord investering är mer rättvisande än någon enskild persons eller företagslednings. Parameterskattningarna i tabell 3 visar att företag med röstdifferentiering i genomsnitt har en lägre avkastning än andra företag. Slutsatsen är klar; svenska börsföretag med röstdifferentierade aktier har systematiskt sämre avkastning på sina investeringar jämfört med andra börsföretag som har systemet ”en aktie – en röst”.

Svensk ekonomi är i behov av reformer för att kunna bibehålla och stärka sin ekonomiska effektivitet. Att avskaffa systemet med röstdifferentierade aktier är en av de nödvändiga reformerna. Det yttersta ansvaret för detta reformarbete vilar dock på aktieägarna själva.

Institutionella reformer måste ske i rätt följd, vilket är uppenbart med tanke på erfarenheterna från den olyckliga sekvensen i den finansiella avregleringen under 1980-talet. Bruket av röstdifferentierade aktier bör därför avskaffas först efter det att man har givit svenska placerare samma skattek tekniska villkor som utländska placerare.

Sammanfattningsvis är slutsatsen alltså att bruket av röstdifferentierade aktier bör avskaffas och att villkoren för svenskt ägande ändras, framförallt måste skattesystemet revideras så att svenska ägare inte missgynnas jämfört med utländska investerare.⁷

⁷ För en mer utförlig metodbeskrivning, se Mueller och Reardon (1993), Gugler och Yurtoglu (2003) samt Bjuggren m fl (2006). För en fullständig redovisning av resultaten som ligger till grund för denna artikel, se Bjuggren m fl (2006).

Aktiebolagslag, (2005:551).

Baumol, W J, P Heim, B G Malkiel och R E Quandt (1970), "Earnings Retention, New Capital and the Growth of the Firm", *Review of Economics and Statistics*, vol 52, s 345-355.

Bennedsen, M och K Nielsen (2002), "The Impact of a Break-Through Rule on European Firms", Discussion Paper 2002-10, Center for Economic and Business Research, Köpenhamn.

Bennedsen M och K Nielsen (2003), "Svensk selskabsstyrning under pres: Effekter af at harmonisere selskabslovgivningen i EU", *Ekonomisk Debatt*, årg 31, nr 2, s 5-17.

Bergström, C och K Rydqvist (1991), "Bör aktier med olika rösträtt avskaffas?", *Ekonomisk Debatt*, årg 19, nr 7, s 585-594.

Bjuggren, P-O, J E Eklund och K D Wiberg (2006), "Ownership Structure, Control and Firm Performance: The Effect of Vote Differentiated Shares", Ratio Working Papers 71, S-WoPEC.

Coase, R H (1975), "Economists and Public Policy", i Klein, D (red), (1999), *What Do Economists Contribute?*, New York University Press, New York.

Giesecke, C-S (1992), "Aktier med olika rösträtt, kommentar till Bergström och Rydqvist", *Ekonomisk Debatt*, årg 20, nr 1, s 63.

Gripenberg, P (2006), "Pressat Investor ändrar rösträtt i Husqvarna", *Dagens Nyheter*, 21 april, 2006.

Gugler K, D C Mueller och B B Yurtoglu (2002), "Corporate Governance, Capital Market Discipline and Returns on Investment", mimeo, Wiens Universitet.

Gugler, K och B B Yurtoglu (2003), "Average Q, Marginal Q, and the Relation Between Ownership and Performance", *Economic Letters* vol 78, s 379-384.

Hirschman, A O (1970), *Exit, Voice and Loyalty*, Cambridge University Press, Cambridge MA.

Högfelt P (2004), "The History and Politics

of Corporate Ownership in Sweden", NBER Working Paper 10641.

Jensen M C och W H Meckling (1976), "The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol 3, s 305-360.

La Porta, R, F Lopez-DeSilanes, A Shleifer och R Vishny (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Finance*, vol 57, s 1047-1170.

Manne H (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, vol 75, s 110-126.

Mueller, D C och E Reardon (1993), "Rates of Return on Corporate Investment", *Southern Economic Journal*, vol 60, s 430-453.

Proposition 2004/05:85, *Ny aktiebolagslag*, 10 mars 2005.

Proposition 1997/98:99, *Aktiebolagets organisation*, 26 februari 1998.

Qviberg, M (2006) "Jag är inte längre kandidat till Aktiespararnas styrelse", *Dagens Nyheter*, 10 februari 2006.

Strömberg, P (2006), "Gräshoppor, ansiktslöst kapital och långsiktiga ägare", *Ekonomisk Debatt*, årg 34, nr 3, s 3-5.

Sundin, A och S-I Sundqvist (1998-2002), *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag*, SIS Ägarservice AB, Halmstad.

Söderström, H Tson (2004), "Corporate governance och förtroende: Systemfrågorna är avgörande. Slutreplik", *Ekonomisk Debatt*, årg 32, nr 1, s 51-53.

Söderström, H Tson (red), E Berglöf, B Holmström, P Högfelt och E M Meyersson Milgrom (2003), *Ägarmakt och omvandling, Den svenska modellen utmanad*, Ekonomirådets Rapport 2003, SNS, Stockholm.

Westerdahl, S (2003), "Ägarstyrning – inte bara moralpanik över ersättningsnivåer. Replik", *Ekonomisk Debatt*, årg 31, nr 8, s 44-47.