

MATS ISAKSSON
ROLF SKOG

Ägande och inflytande i svenskt näringsliv*

Ägarutredningen har nyligen lagt fram sitt huvudbetänkande. Mats Isaksson och Rolf Skog som är utredningens sekreterare, visar i denna artikel hur ägar- och inflytandestrukturen förändrats under 1980-talet och diskuterar dess betydelse för effektiviteten i näringslivet. De pekar på problemen med det korsvisa ägandet. Nödvändig förnyelse riskerar att avstanna och ett samhällsekonomiskt effektivt resursutnyttjande försvåras.

Inledning

Ägar- och inflytandeförhållandena i svenskt näringsliv har under 1980-talet ägnats betydande uppmärksamhet i den allmänna debatten. Inom ramen för modern finansierings- och kapitalmarknadsteori är dessa frågor också på väg att etableras som en viktig del av den ekonomiska forskningen. Detta nyvunna intresse för ägarfrågan torde i stor utsträckning förklaras av aktiemarknadens remarkabla expansion, men också av en rad förändringar och nya inslag i företagens ägar- och inflytandestruktur.

I syfte att erhålla en samlad bild av dessa förändringar tillsatte regeringen sommaren 1985 den s k Ägarutredningen med uppgift att studera frågor om ägande och inflytande i svenskt näringsliv. Utredningsuppdraget innefattade en kartläggning av förändringar i näringslivets ägar- och inflytandestruktur under den senaste tioårsperioden, en analys av orsaker till

dessa förändringar samt en analys av förändringarnas betydelse för näringslivets effektivitet och förnyelseförmåga. Resultatet av utredningens arbete har i dagarna överlämnats till regeringen (SOU 1988:38).

I denna artikel presenterar vi de mest centrala resultaten av utredningens kartläggning. Därefter diskuterar vi hur företagens ägar- och inflytandestruktur kan infogas i en analys av villkoren för en effektiv resursallokering i ekonomin.

Ägar- och inflytandestrukturen 1978 och 1985

Ägarutredningens kartläggning avser ägar- och inflytandestrukturen i storföretag verksamma inom vad som i vid mening kan benämnas svenskt näringsliv. Utanför undersökningen faller i huvudsak endast vissa delar av offentlig förvaltning. Med storföretag avses svenska företag

Fil kand MATS ISAKSSON och civilekonom ROLF SKOG är sekreterare i den statliga utredningen om ägande och inflytande i svenskt näringsliv.

* Författarna vill tacka civilekonom Ragnar Boman och professor Gabriel Urwitz för värdefulla synpunkter på manuskriptet.

med minst 500 anställda i Sverige eller utomlands samt utländska företag med minst 500 anställda i Sverige. I huvudsak avser kartläggningen förhållandena vid utgången av år 1978 och år 1985, men i vissa avseenden har undersökningsperioden utsträckts till år 1988.

I det svenska näringslivet fanns såväl år 1978 som år 1985 närmare 300 storföretag med sammanlagt 1,5 miljoner anställda. Två tredjedelar av dessa företag kontrollerades av svenska privata intressen, medan röstmajoriteten i resterande företag innehades av offentliga intressen, föreningar eller utländska ägare. De privatägda storföretagen svarade vid båda tillfällena för omkring två tredjedelar av den totala sysselsättningen i storföretagen.

Gruppen privatägda storföretag kan i sin tur indelas i två kategorier, nämligen företag vilkas aktier är föremål för handel på aktiemarknaden och företag som står utanför aktiemarknaden. Antalsmässigt består gruppen av ungefär lika många företag från varje kategori, men storleksmässigt dominerar den helt av aktiemarknadsföretagen. Totalt svarar aktiemarknadsföretagen för närmare 90 procent av sysselsättningen i de privatägda storföretagen. Denna dominerande ställning framkommer också vid andra storlekskriterier, exempelvis omsättning eller förädlingsvärde. I den fortsatta framställningen läggs därför tonvikten vid ägar- och inflytandeförhållandena i de 90 respektive 107 privatägda storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1978 respektive 1985.

I valet av kartläggningsvariabler har utredningen tagit utgångspunkt i de funktioner som i en marknadsekonomi kan sägas tillkomma företagens ägare. Väl medveten om de mer beteendeeinriktade ansatser som ofta används för att beskriva ägarnas roll i företagen sammanfattar utredningen ägarnas uppgifter i två funktioner, nämligen att *tillföra företagen riskkapital* och att *övervaka resursanvändningen i företagen*. I den senare funktionen ligger också att ständigt ompröva resursernas fördelning

mellan olika företag och branscher. I korthet kan kartläggningens syfte sägas vara att belysa förändringar i ägar- och inflytandestrukturen, som kan vara av betydelse för ägarnas möjligheter att fullgöra dessa funktioner.

Ägarnas kategoritillhörighet

Tidigare kartläggningar av ägar- och inflytandestrukturen i svenskt näringsliv har uppmärksammat aktiestockens fördelning på ägarkategorier. Samstämmigt har konstaterats att företagen i sin ägarstruktur fått allt större inslag av institutionella ägare. Se bl a SOU 1968:7, SIND 1980:5 samt Boman [1982]. I ljuset av det under senare år ökade intresset för aktier bland allmänheten finns det skäl att ställa frågan om denna utveckling brutits eller om de fysiska personernas direktägda andel av aktiestocken fortsatt att minska.

Utredningen har i samarbete med SCB genomfört en totalgenomgång av aktieböckerna för samtliga aktiemarknadsföretag år 1985. Den fördelning på ägarkategorier som därvid framkommit redovisas i *Tabell 1*.

Tabellen visar att svenska fysiska personers direktägande av aktier, dvs exklusive ägande via fonder, stiftelser, förvaltningsföretag och liknande, vid utgången av år 1985 representerade 21 procent av börsaktiestockens samlade marknadsvärde. Till detta skall läggas den andel av förvaltarregistrerade aktieposter om färre än 500 aktier i enskilda företag som är hänförlig till svenska fysiska personer. Totalt motsvarade förvaltarregistrerade poster av detta slag 7 procent av börsvärdet år 1985, men uppgifter om vilka som äger dessa poster finns inte att tillgå. Posternas begränsade storlek talar för att de till stor del innehades av fysiska personer, men det är också känt att bl a stiftelser och fonder ofta har sådana innehav. Utredningens bedömning är att de svenska fysiska personernas direktägande representerade omkring 25 procent av börsvär-

Tabell 1 Börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier vid utgången av år 1985.

Ägarkategori	Andel av börsvärdet
Aktiefonder	1
Aktiespar- och allemansfonder	5
Börsnoterade investment- och förvaltningsföretag	16
Ej börsnoterade investment- och förvaltningsföretag	3
Försäkringsföretag	11
Börsnoterade icke-finansiella företag	9
Ej börsnoterade icke-finansiella företag	2
Stiftelser och intresseorganisationer	8
Fjärde AP-fonden	3
Löntagarfonder	1
Stat och kommun	2
Ovriga juridiska personer	3
Utländska ägare	8
Fysiska personer	21
Ej fördelat ^a	7
Samtliga	100

^a Avser förvaltarregistrerade aktier i poster omfattande färre än 500 aktier.

det vid 1980-talets mitt. Jämfört med förhållandena år 1979 innebär det en tillbakagång med omkring 10 procentenheter.¹ Tillbakagången var en följd dels av att fysiska personer nettosålde aktier ur det innehav de hade vid periodens början, dels av att de inte tecknade nyemitterade aktier under perioden i proportion till sitt ursprungliga innehav.

Spegelbilden av de svenska fysiska personernas minskade direktägda andel av börsaktiestocken är en ökad andel för dels svenska juridiska personer, dels utländska ägare. De juridiska personerna kan indelas i två kategorier. Det är dels mer eller mindre renodlade intermediärer med uppgift att kanalisera sparade medel till kapitalmarknaden såsom aktiefonder, investmentföretag och försäkringsföretag, dels icke-finansiella företag vilkas huvudsakliga verksamhet är av annat slag.

Inom kategorin intermediärer tillägnade sig de skattesubventionerade fonderna en allt större andel av aktiestocken. Den sammanlagda andelen för aktiespar- och allemansfonder ökade från noll till

drygt 5 procent under perioden. Genom politiska beslut tillfördes dessutom fjärde AP-fonden ytterligare medel och löntagarfonderna inrättades. Tillsammans innehade fjärde AP-fonden och löntagarfonderna närmare 4 procent av aktiestocken år 1985. De icke-subventionerade aktiefondernas redan tidigare låga andel reducerades däremot ytterligare och försäkringsföretagens andel var i stort sett oförändrad. Investmentföretagen behöll sin andel, i allt väsentligt genom lånefinansiering.

Den ägarkategori som, vid sidan av de skattesubventionerade fonderna, mest markant förändrade sin andel av aktiestocken var icke-finansiella företag. Vid 1970-talets slut innehade börsnoterade icke-finansiella företag aktier i andra börsföretag till ett värde motsvarande knappt 4 procent av det totala börsvärdet. År 1985 var motsvarande andel mer än dubbelt så stor, drygt 9 procent. Där-

¹ Preliminära uppgifter avseende årsskiftet 1987-1988 indikerar en fortsatt nedgång med ett par procentenheter.

Tabell 2 Begränsningar för olika ägarkategoriernas aktieinnehav i enskilda företag

Försäkringsföretag	5 % av röstetalet
Aktiefond	5 % av röstetalet
Aktiespar- eller allemansfond	5 % av röstetalet
Fjärde AP-fonden	10 % av röstetalet
Femte AP-fonden	10 % av röstetalet
Löntagarfond	6 % av röstetalet
Utländsk ägare	Tillståndsförfarande

utöver innehade icke-finansiella företag utanför aktiemarknaden aktier i börsföretag motsvarande ett par procent av börsvärdet.

De icke-finansiella företagens ökade andel av börsaktiestocken kan ses i ljuset av det markant ökade bruttosparandet i företagssektorn samt den betydande lönsamhet som under periodens senare del karakteriserade investeringar i aktier i förhållande till andra tillgångsslag. Den ökade andelen av aktiestocken är emellertid inte en effekt av att icke-finansiella företag i allmänhet gjorde portföljinvesteringar i aktier under perioden. Tvärtom är andelsökningen till övervägande del en följd av att några av landets allra största företag förvärvade kontrollposter i andra företag.

Den totala aktiestockens fördelning på ägarkategorier ger en bild av vilka källor som svarar för företagets riskkapitalförsörjning, men visar *inte* i vilken utsträckning de också har möjlighet att utöva inflytande över verksamheten i företagen. För att bedöma detta bör intresset fokuseras på i första hand de större ägarna i de enskilda företagen.

Därvid framgår att flera av de institutionella ägare som är av stor betydelse för företagets riskkapitalförsörjning inte alls eller endast undantagsvis förekommer som stora ägare i enskilda företag. Detta förhållande är till viss del en följd av en medveten placeringsstrategi från ägarnas sida, men torde också vara ett resultat av de legala begränsningar som vidlåder flera kategoriers möjligheter att förvärva aktier i enskilda företag. Sådana begräns-

ningar gäller för försäkringsföretag, aktiefonder, aktiespar- och allemansfonder, fjärde AP-fonden, den nyligen inrättade femte AP-fonden samt löntagarfonderna, se *Tabell 2*. Därutöver råder i praktiken begränsningar för utländska ägares möjligheter att förvärva aktier i svenska företag.

Som kontrollerande ägare i enskilda företag förekom vid utgången av år 1985 i allt väsentligt endast tre ägarkategorier, nämligen fysiska personer, investmentföretag och icke-finansiella företag. Den förstnämnda kategorin minskade fortlöpande sin andel av aktiestocken under den studerade perioden och den andra hade uppenbara problem att behålla sin andel. Den enda ägarkategori som i större utsträckning förekom som kontrollerande ägare i enskilda företag *och* ökade sin andel av den totala börsaktiestocken var icke-finansiella företag. Det finns enligt vår mening starka skäl att fundera över vilka följder en fortsatt utveckling i denna riktning kan få för ägarfunktionernas utövande i svenskt näringsliv.

Koncentrationen i företagets ägar- och inflytandestruktur

Frågan om ägarrollens utövande i företagen aktualiserar också en granskning av de stora ägarnas vikt i de enskilda företagen. Utredningen har i detta syfte kartlagt koncentrationen i företagets ägar- och inflytandestruktur och de förändringar som ägde rum under perioden.

Det vanligaste sättet att mäta koncentrationen i företagets ägarstruktur är att

ange hur stor andel av aktiestocken i företagen som innehas av exempelvis den största och de fem största ägarna. Med ett sådant mått kan konstateras att den största ägarens andel av aktiestocken i de privatägda svenska storföretagen på aktiemarknaden år 1985 uppgick till i genomsnitt 29 procent och att de fem största ägarnas andel uppgick till 56 procent.

Om varje aktie i ett bolag berättigade dess innehavare till samma antal röster, skulle aktiestockens fördelning vara identisk med det totala röstetalets fördelning bland ägarna och ägarstrukturen direkt kunna översättas till en röstandelsstruktur. Då företagen i betydande utsträckning använder sig av aktieslag med olika röstvärden, är detta emellertid inte möjligt.

Tre fjärdedelar av de privatägda storföretagen på aktiemarknaden år 1985 hade aktieslag med olika röstvärden, i allt väsentligt med skillnaden 1 till 10 men i några fall med skillnaden 1 till 1 000. I dessa företag möjliggjorde röstvärdesdifferenteringen en betydande reduktion av den kapitalandel som krävdes för uppnående av en viss röstandel, exempelvis röstmajoritet. I vilken utsträckning hade då företagens ägare utnyttjat denna möjlighet? Ett sätt att besvara den frågan är att relatera den av varje ägare *innehavda* kapitalandelen till den *minsta* kapitalandel med vilken ägarens röstandel skulle kunna uppnås – givet den i företaget rådande röstvärdesskillnaden och den rådande proportionen mellan antalet utstående aktier av respektive aktieslag. Den kvot som därvid framkommer anger i vilken utsträckning ägaren innehar en större andel av aktiekapitalet än vad som är nödvändigt för att uppnå den röstandel han har.

Beräknas denna kvot för den röstmäsigt största ägaren i de företag som år 1985 hade aktieslag med olika röstvärden, framgår att ägarna i stor utsträckning använde sig av möjligheten att minimera kapitalandelen i förhållande till röstande-

len. I inte mindre än hälften av företagen innehade den största ägaren minsta nödvändiga kapitalandel i relation till innehavd röstandel.

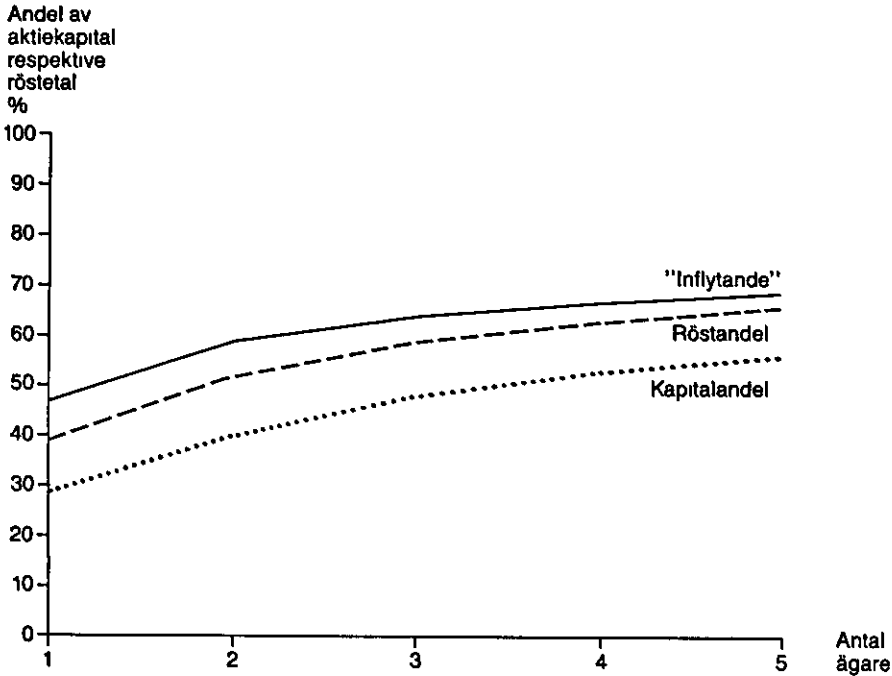
Bruket av röstvärdesdifferenser medför att röstandelsstrukturen i de flesta storföretag är väsentligt mer koncentrerad än kapitalandelsstrukturen. Den största respektive de fem största ägarnas genomsnittliga andel stiger med omkring 10 procentenheter vid mätning på röstandelar i stället för på kapitalandelar. För att få en adekvat bild av inflytandestrukturen i företagen är det dessutom nödvändigt att lägga samman aktieposter tillhöriga vissa ägare. Så är exempelvis fallet om ägarna i fråga har en gemensam slutägare eller om det mellan ägarna föreligger ett konsortialavtal som reglerar deras agerande i företaget. En sådan gruppering resulterar i att koncentrationsvärdena ytterligare stiger.

Den sammanlagda effekten av de större ägarnas innehav av röststarka aktier och inflytandesamband mellan vissa ägare illustreras i *Figur 1*. Från ursprungligen 29 procent av aktiekapitalet växer den största ägarens genomsnittliga andel genom innehav av röststarka aktier till 39 procent av röstetalet och slutligen genom sammanslagning med närstående ägare till hela 47 procent av röstetalet.

Vid en jämförelse med förhållandena år 1978 framgår att koncentrationen i företagets inflytandestruktur, med detta sätt att mäta, var påtagligt högre i de storföretag som återfanns på aktiemarknaden vid utgången av år 1985. Medan den största ägaren år 1978 innehade i genomsnitt 34 procent av röstetalet i företagen var motsvarande andel vid periodens slut, som påpekats, 47 procent. För de fem största ägarna var andelen 51 procent år 1978 och 69 procent år 1985.²

² Den koncentrationsökning som kan iakttagas vid användande av de större ägarnas andel av röstetalet som mått på koncentrationsgraden, framkommer också vid mätningar med mer sofistikerade koncentrationsmått, exempelvis Herfindahls index.

Figur 1 De fem största ägarnas genomsnittliga andel av aktiekapital respektive röstetal i de privatägda storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1985. 107 företag.



En stor del av denna koncentrationsuppgång är en direkt följd av de populationsförändringar som ägde rum under perioden. Omkring en tredjedel av de 90 privatägda storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1978 bortföll ur storföretagspopulationen under perioden, huvudsakligen till följd av uppköp. Samtidigt tillkom ett betydande antal företag och år 1985 fanns det totalt 107 privatägda storföretag på aktiemarknaden.

De tillkomna företagen var som regel väsentligt mindre än de under perioden bestående företagen och hade genomsnittligt sett, en betydligt mer koncentrerad ägar- och inflytandestruktur. En påtaglig koncentrationsökning i inflytandestrukturen kan dock konstateras även bland de företag som bestod under perioden. Den största ägarens andel av rösteta-

let steg i dessa företag från i genomsnitt 33 procent år 1978 till 39 procent år 1985.

Inflytande och kontroll

Koncentrationsökningen i de under perioden bestående företagen kom i stor utsträckning till stånd genom att den största ägaren ökade sin andel av röstetalet. Medförde detta också att dennes kontroll över företaget förstärktes? För att besvara den frågan är det nödvändigt att skilja mellan begreppen inflytande och kontroll.

Varje aktie berättigar dess innehavare till rösträtt vid bolagsstämman, även om aktiernas röstvärde som ovan visats ofta skiljer sig åt. I denna mening har samtliga aktieägare möjlighet att utöva inflytande i bolaget. Om beslutsregeln vid bolags-

stämman är enkel majoritet och några begränsningar inte föreligger i fråga om rösträttens utnyttjande, kommer en ägare som innehar mer än hälften av det totala röstetalet med full säkerhet att vara företagets kontrollerande ägare.

Utredningens kartläggning visar att andelen majoritetskontrollerade storföretag fördubblades mellan år 1978 och år 1985, från 21 procent till 42 procent. Denna uppgång var dock uteslutande en följd av ägarförhållandena i de företag som under perioden tillkom i populationen. Bland de företag som under hela perioden återfanns i populationen var motsvarande andel oförändrad och uppgick vid båda mät-tillfällena till 15 procent.

Om majoritetsägare saknas måste begreppet kontroll relateras till *sannolikheten* för att en viss ägare i företaget uppnår en majoritet av de vid stämman avgivna rösterna. Huruvida en ökad röstandel för den största ägaren i företaget då medför en stärkt kontroll bestäms av utvecklingen i den övriga ägarstrukturen. Ökar exempelvis även den näst största ägarens andel, kan sannolikheten för den största ägaren att erhålla majoritet för ett förslag vid stämman minska. Koncentrationen i företagets inflytandestruktur kan med andra ord öka utan att den största ägarens kontroll stärks.

En modell för att beräkna sannolikheten för kontroll i företag som saknar majoritetsägare har utvecklats av Cubbin och Leech [1983]. Modellen har använts för beräkningar på amerikanska och brittiska data, men är svår att tillämpa på svenska förhållanden. I många svenska storföretag är ägar- och inflytandestrukturen så koncentrerad att de antaganden som sannolikhetsberäkningarna utgår från inte är uppfyllda. Modellen kan emellertid användas för vissa grova indikationer om utvecklingen under perioden. Den visar då att kontrollen som regel förändrades i samma riktning som inflytandekoncentrationen, dvs att en ökad röstandel för den största ägaren också

ökade sannolikheten för denne att kunna genomdriva ett stämmobeslut.

Det är emellertid också uppenbart att en ökad röstandel för den största ägaren i vissa fall åtföljdes av en minskad sannolikhet för uppnående av stämmomajoritet. Ett tydligt exempel på det erbjuder utvecklingen i företaget Alfa-Laval, vari släkten Wallenberg år 1978 var största ägare med omkring 9 procent av röstetalet och Skandia näst största ägare med omkring 4 procent. Wallenberg var största ägare även år 1985 och hade då en väsentligt högre röstandel, 26 procent. Emellertid tillkom under perioden en ny näst största ägare, Lundbergföretagen, som år 1985 innehade 25 procent av röstetalet. Trots det närmare tre gånger större innehavet vid periodens slut minskade därför släkten Wallenbergs kontrollmöjligheter i Alfa-Laval under den studerade perioden.

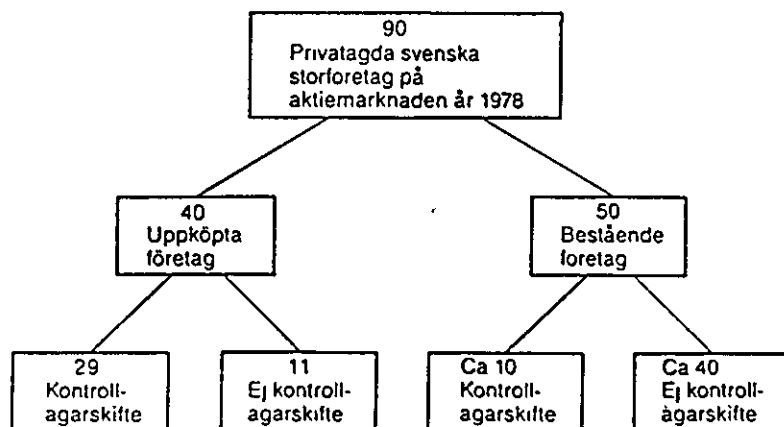
Kontrollägarskiften

Förändringarna i företagens ägar- och inflytandestruktur kom delvis till stånd genom förskjutningar mellan befintliga ägare, men också genom att helt nya aktörer trädde in i företagens ägarkrets. Utredningen har kartlagt förekomsten av kontrollägarskiften och företagsuppköp bland de privatägda storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1978. Med hänsyn till den betydande aktivitet som i detta avseende präglade det svenska näringslivet under de senaste åren har kartläggningen utsträckts till augusti 1988.³

Kartläggningen ger vid handen att 40 av de 90 privatägda storföretag som återfanns på aktiemarknaden vid utgången av år 1978 köptes upp under den efterföljande tioårsperioden och att köparen så

³ Utredningen erhöll våren 1988, i form av tilläggsdirektiv, regeringens uppdrag att genomföra en fallstudie av ett tiotal större företagsförvärv i svenskt näringsliv. Denna kommer att redovisas vid halvårsskiftet 1989.

Figur 2 Uppköp och kontrollägarskiften i privatägda storföretag på aktiemarknaden under perioden 1979-01-01–1988-08-31.



gott som undantagslöst var ett annat aktiemarknadsföretag. Som regel genomfördes uppköpen så att köparen successivt förvärvade aktier i målföretaget och lade ett bud på samtliga aktier först sedan han uppnått en betydande röstandel. Huruvida uppköpen också skall anses ha inneburit ett kontrollägarskifte beror därför på vilket tidsperspektiv som anläggs. I 11 av de aktuella fallen var köparen kontrollerande ägare i företaget så lång tid före uppköpserbjudandet att uppköpet i sig inte kan anses förknippat med något kontrollägarskifte. I resterande 29 företag medförde uppköpen däremot ett entydigt kontrollägarskifte.

Även bland de 50 privatägda storföretag som inte var föremål för uppköp inträffade kontrollägarskiften under den aktuella tioårsperioden. I ett tiotal av dem ägde minst ett kontrollägarskifte rum och flera företag som år 1978 saknade kontrollerande ägare erhöll detta under perioden. Sammanfattningsvis kan konstateras att omkring hälften av 1978 års 90 privatägda storföretag på aktiemarknaden hade en annan kontrollerande ägare hösten 1988 än tio år tidigare och att dessa ägarskiften i betydande utsträckning kom

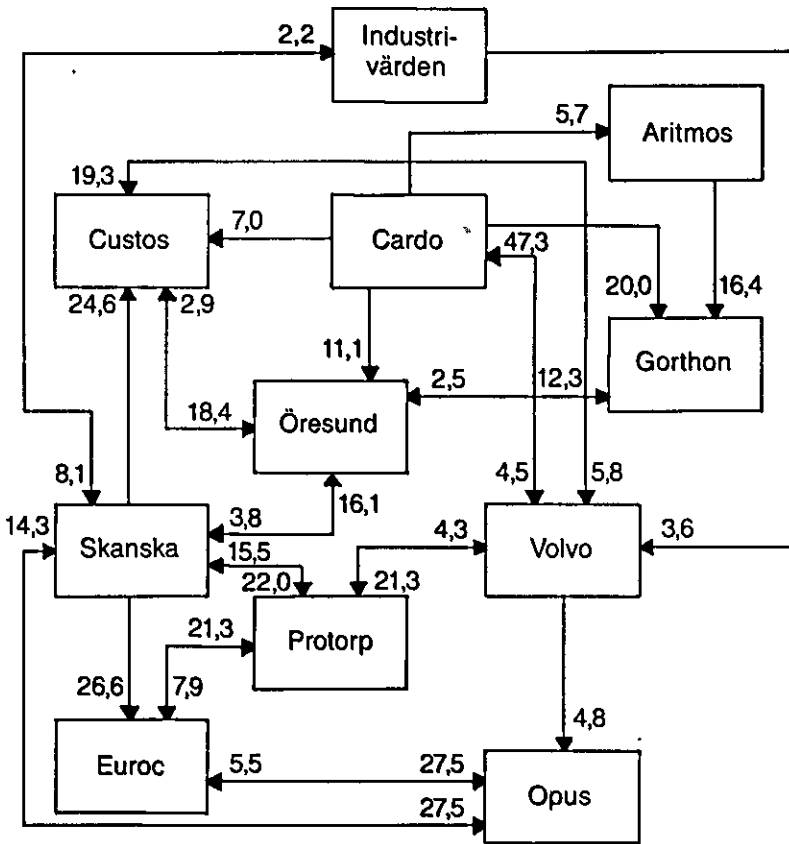
till stånd genom uppköp av samtliga aktier i företaget, se *Figur 2*.

Ömsesidigt aktieäggande

En aspekt av företagens ägar- och inflytandestruktur som under 1980-talet ägnats särskild uppmärksamhet i debatten är ömsesidigt aktieäggande, även kallat korsvist ägande. Denna typ av ägande – där två företag äger aktier i varandra – kan av en företagsledning utnyttjas i syfte att påverka inflytandestrukturen i företaget och minska ägarnas övervakningsmöjligheter. Kombineras flera olika ömsesidiga ägarsamband med varandra kan företagsledningen i praktiken göra sig helt oberoende av ägarna.

Utredningen kartlade vid årsskiftet 1985–1986 det ömsesidiga aktieäggandets utbredning (Ds I 1986:6). Kartläggningen gav vid handen att en betydande del av de svenska storföretagen var involverade i ägarsamband av detta slag och att sambanden ofta var av sådan styrka att de på ett avgörande sätt påverkade inflytandestrukturen i de berörda företagen. En jämförelse bakåt i tiden visar att det ömsesidiga äggandets utbredning var väsent-

Figur 3 Ömsesidiga ägarsamband kring företagen Skanska och Volvo våren 1988. Procentuell röstandel.



ligt större år 1985 än någon gång tidigare under efterkrigstiden.

Under de senaste åren har från vissa håll hävdats att det ömsesidiga aktieägandet markant minskat i omfattning och att eventuella negativa effekter av sådana ägarsamband därigenom reducerats. Utredningen har därför genomfört en ny kartläggning våren 1988. Denna visar att ömsesidigt aktieäggande, trots en viss antalsmässig reducering, alltjämt har en betydande utbredning bland de svenska storföretagen. Av kartläggningen framgår också att vissa av de företag som år 1985 i större utsträckning än andra var involverade i denna typ av ägarsamband i minst lika stor utsträckning var det våren 1988. Som exempel på några av de mer

framträdande ömsesidiga ägarsambanden våren 1988 redovisas i *Figur 3* ägarbilden kring företagen Skanska och Volvo.

Ägar- och inflytandestrukturens betydelse för effektiviteten

I korthet visar kartläggningen av ägar- och inflytandestrukturens utveckling i de svenska storföretagen att den av juridiska personer innehavda andelen av företagens sammanlagda aktiestock fortsatt att öka, att såväl kapital- som röstandelsstrukturen i de enskilda storföretagen koncentrerats och att strävan efter kontroll över de enskilda företagen intensifi-

erats. Det senare har främst kommit till uttryck i ett ökat antal offentliga uppköpserbjudanden, men också i ett ökat intresse för möjligheter att motarbeta förändringar i ägarstrukturen som inte vunnit den sittande företagsledningens gillande.

Vid en bedömning av dessa förändringars betydelse för företagets effektivitet kan inledningsvis konstateras att någon vedertagen och sammanhållen teori eller modell för analys av sådana samband inte existerar. De flesta studier som utförts inom området kan betecknas som partiella i den meningen att de begränsar analysen till samband mellan vissa aspekter av en given ägarstruktur och effektiviteten i det enskilda företaget.

Tidigare studier

Den aspekt av företagets ägar- och inflytandestruktur som tidigast sattes i samband med effektiviteten i företagets produktion var graden av *koncentration*. En tilltagande ägarspridning i framför allt amerikanska storföretag har föranlett en rad forskare att empiriskt undersöka huruvida inflytandets fördelning mellan företagets ägare och ledning har någon betydelse för effektiviteten i företagets produktion. Som regel är den oberoende variabeln i dessa studier en relativt schematisk klassificering av företagen i ägarkontrollerade respektive företagsledningskontrollerade företag. Till denna knyts en beroende variabel i form av lönsamhet, tillväxt eller risktagande. Se bl a Berle och Means [1932], Larner [1970] samt Palmer [1973].⁴

De studier som analyserar sambandet mellan aktiestockens fördelning på *ägar-kategorier* och företagets effektivitet utgår som regel från att olika ägarkategorier i ett eller flera avseenden skiljer sig åt i sin ägarroll. Skillnader brukar antas föreligga i fråga om bl a placeringshorisont, riskbenägenhet och kompetens. Delvis kopplad till denna ansats är hypotesen att skillna-

der också föreligger i det sätt på vilket olika ägarkategorier ger uttryck för sin uppfattning om företagets skötsel och inriktning. Med en terminologi hämtad från Hirschman [1970] brukar de alternativa vägarna att förmedla sådana signaler betecknas *exit* respektive *voice*.⁵ Med *exit* avses att ägaren signalerar sin uppfattning genom att förändra sin ägarandel i företaget. *Voice* å andra sidan står för ett beteende där ägaren med bibehållen ägarandel förmedlar sin uppfattning till företagsledningen genom formella eller informella kanaler.

Resultaten av de empiriska studier som analyserat samband mellan en viss ägarstruktur och företagets effektivitet är motstridiga och ofta svårtolkade. Den bakomliggande teorin är i vissa avseenden utvecklad och betydande metodproblem gör sig gällande vid studiernas genomförande. De samband som kan fastställas blir ofta så specifika och förenade med så strikta antaganden att slutsatserna – i synnerhet från *polycysynpunkt* – blir av mindre värde.

Enligt vår mening är det inte möjligt att, på basis av sådana studier, generellt ange vilken betydelse den fortsatta institutionaliseringen eller den ökade koncentrationen i de svenska storföretagens ägarstruktur haft för företagets effektivitet och förnyelseförmåga. Vid varje tidpunkt uppvisar näringslivet en rik flora av företag i olika utvecklingsstadier och med olika verksamhetsinriktning. Ett rimligt antagande är att denna variation kräver flexibilitet även i ägarstrukturen och att det därför inte existerar en för samtliga företag ideal struktur. Från *polycysynpunkt* är det därför viktigt att finna en analytisk ram som kan ge mer generella riktlinjer för statsmakternas ställningstaganden på detta område.

⁴ För en tillämpning på svenska förhållanden se Bjuggren [1988].

⁵ För en tillämpning på svenska förhållanden se Hedlund m fl [1985].

Ägarna och resursallokeringen

I ett dynamiskt perspektiv måste en analys av ägar- och inflytandestrukturens betydelse för en effektiv resursallokering utgå från en modell som tar fasta på strukturomvandlingens drivkrafter och beaktar ägarnas roll i denna process. Ett centralt inslag i ekonomiska modeller som behandlar de enskilda aktörernas betydelse för den ekonomiska utvecklingen är att företagen ständigt strävar efter konkurrensfördelar.⁶ Tekniska och organisatoriska innovationer framkommer fortlöpande, trots att sökandet efter dem är förenat med kostnader och osäkert utfall. Denna aktivitet kan förväntas fortgå endast under förutsättning att upphovsmannen kan tillägna sig innovationens ekonomiska värde. En sådan möjlighet föreligger om det är möjligt att hindra exempelvis en ny teknisk lösning från att omedelbart spridas till konkurrenter. Resultat från investeringar i form av informationsinsamling kan då ge upphov till monopolvinster. De vinster som innovationer leder till har emellertid ofta karaktär av kvasiräntor som med tiden avtar om inte ytterligare konkurrenshinder etableras. Med detta synsätt pågår på en rad delmarknader i ekonomin en ständig konfrontation mellan ageranden som rubbar jämvikten och reaktioner i jämviktsåterställande riktning.

Företagens vinstutsikter skapar hos ägarna incitament att insamla information om företagen och deras framtidsmöjligheter. Det ekonomiska värdet av sådan information kan realiseras genom att ägarna via bolagsstämman påverkar företagets verksamhetsinriktning, organisation etc. Är ägarna oeniga i dessa frågor kommer endast den ägare som innehar en så stor röstandel att han kan kontrollera beslutsfattandet vid stämman, att med säkerhet kunna realisera värdet av den insamlade informationen. Kontroll har med ett sådant synsätt ett ekonomiskt värde, som fortlöpande kommer till uttryck ex-

empelvis i prisskillnader mellan röststarka och röstsvaga aktier. Om företagens aktier fritt kan överlåtas kommer incitamentet att insamla information om företagen och strävan efter kontroll också att föreligga bland övriga aktörer i ekonomin. På det sättet deltar såväl befintliga som potentiella ägare fortlöpande i den prövning av företagets resurser som krävs för en effektiv allokering.

Marknaden för företagskontroll

En grundläggande förutsättning för att en aktieöverlåtelse skall komma till stånd är att en skillnad föreligger mellan köparens och säljarens värdering av företagets resurser. Ett sådant värderingsgap kan grundas exempelvis på att informationen om bästa alternativa användning av företagets resurser är asymmetriskt fördelad. Aktiemarknadens uppgift är i det sammanhanget att minimera kostnaderna för ett överförande av beslutanderätten över företagets tillgångar till den som värderar dem högst. I det perspektivet kan aktiemarknaden betraktas som en marknad för företagskontroll.

Empiriska test av kontrollägarskiptenas betydelse för resursallokeringen baseras vanligen på aktiemarknadens reaktion i samband med uppköpserbjudanden. Under förutsättning att kursen på ett företags aktier uttrycker underliggande fundamentala värden, exempelvis framtida kassaflöden, kan värdet av effektivitetsförbättringarna i samband med ett uppköp mätas som skillnaden mellan aktiepriset före och efter uppköpserbjudandets offentliggörande.

Köparens värdering av de möjliga effektivitetsvinsterna kommer till uttryck i den premie denne är beredd att betala för att kunna förvärva aktier i målföretaget. Förekomsten av en sådan premie leder re-

⁶ För en svensk översikt se Dahmén [1980].

gelmässigt till en stigande kurs på det köpta företags aktier. Vid en bedömning av uppköpsens betydelse för resursallokeringen i näringslivet som helhet är det emellertid inte tillräckligt att studera kurseffekten i endast det köpta företaget. Ofta är även köparen ett företag, varför uppköpet medför en omfördelning av resurser från ägarna i det köpande företaget till ägarna i det köpta företaget. Möjligheten till en sådan omfördelning är ett nödvändigt inslag i en väl fungerande strukturomvandling, men kan anses motiverad endast under förutsättning att det sammanlagda värdet av kursförändringarna på de två företagens aktier är positivt. De studier som genomförts avseende offentliga uppköpserbjudanden på den amerikanska aktiemarknaden visar att en sådan positiv nettoeffekt ofta uppstår. Se bl a Jensen och Ruback [1983], Jarell, Brickley och Netter [1987] samt Bradley, Desai och Kim [1987].

Ett kontrollägarskifte som genomförs i syfte att åstadkomma förändringar i det köpta företags verksamhet medför ofta att den anställda företagsledningen kommer i konflikt med den nya kontrollerande ägaren. Den yttersta, men likväl mycket vanliga, lösningen på denna konflikt är att den nya ägaren låter tillsätta en ny ledning. Det är därför inte förvånande att den sittande företagsledningen vidtar åtgärder för att befästa sin position och uppnå kontroll över de faktorer som möjliggör och bestämmer kostnaderna för en ny ägares inträde i företaget. Till stöd för försvarsåtgärder från företagsledningens sida anförs ofta att företaget bör skyddas mot skadliga uppköp. Då en aktieöverlåtelse bygger på en frivillig överenskommelse och kan komma till stånd endast om den befintliga ägaren är villig att godta den ersättning som bjuds, är emellertid denna argumentation tveklöst. Uttrycket skadliga uppköp bör snarast förknippas med företagsledningens inställning till överlåtelsen, vilken kan vara påverkad av en rad faktorer som inte nöd-

vändigtvis hänger samman med en objektiv värdering av företaget.

I Förenta staterna har företagsledningar som känt sin ställning hotad av en tilltagande aktivitet på marknaden för företagskontroll vidtagit alltmer raffinerade och långtgående försvarsåtgärder. En del av dessa syftar till att direkt förändra ägarstrukturen i företaget, medan andra är ämnade att försvåra en ny ägares möjligheter att ändra sammansättningen av företags styrelse och ledning. Som exempel på den första typen av åtgärder kan nämnas att ledningen låter företaget återköpa en del av den egna aktiestocken för att därefter sälja dessa aktier till en lojal ägare, exempelvis företags egen pensionsstiftelse. Den andra typen av åtgärder kan exemplifieras med tillägg i bolagsordningen som förhindrar en ägare att utnyttja det fulla röstvärdet av sitt aktieinnehav.⁷

Bruket av försvarsåtgärder har inte nått samma omfattning i det svenska som i det amerikanska näringslivet och vissa av de amerikanska åtgärderna är inte förenliga med den svenska aktiebolagslagens regler. Det ökade antalet offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden, vilka i vissa fall fullföljts i strid mot den sittande företagsledningens uppfattning, har emellertid ökat intresset för försvarsåtgärder även i Sverige. Redan idag finns också inslag i de svenska storföretagens ägarstruktur ämnade att befästa den sittande ledningens position genom att försvåra kontrollägarskiften. Det gäller i synnerhet det ovan redovisade ömsesidiga aktieägandet, vilket kan göra det möjligt för en företagsledning att skaffa sig inflytande över beslutsfattandet vid företags bolagsstämma och i sin mest avancerade form i praktiken frikoppla företagsledningen från ägarnas kontroll.

⁷ För en svensk översikt se Isaksson & Skog [1988].

Avslutning

Ett effektivt resursutnyttjande i näringslivet är av grundläggande betydelse för ekonomisk tillväxt och välfärd. För detta krävs en fortlöpande övervakning av resursernas användning, vilken delvis ombesörjs av företagens ägare.

Näringslivets skiftande behov ställer stora krav på variation och flexibilitet i ägarstrukturen och det är inte rimligt att anta existensen av en för samtliga företag ideal ägarstruktur. Möjligheten att åstadkomma förändringar i företagens ägarstruktur kan därför vara avgörande för en angelägen reallokering av resurser mellan olika företag och branscher. Från policy-synpunkt är det viktigare att bibehålla denna möjlighet än att i detalj försöka påverka de enskilda företagens ägarstruktur.

En ökad aktivitet på marknaden för företagskontroll har medfört ett tilltagande intresse bland svenska företagsledningar för åtgärder som syftar till att förhindra en ny ägares inträde i företaget, exempelvis ömsesidigt aktieäggande. Försvarsåtgärder av detta slag reducerar värdet av att realisera unik kunskap om hur företagets resurser på bästa sätt kan utnyttjas och leder till minskade incitament att söka ny information och övervaka resursutnyttjandet i företagen.

Referenser

- Berle, A & Means, G, [1932], *The modern corporation and private property*. New York.
- Bjuggren, P-O, [1988], "Ownership and Efficiency in Companies listed on Stockholm Stock Exchange 1985. Working Paper, Lund.
- Boman, R, [1982], "Ägarstrukturen i börsföretagen", i SOU 1982:28.
- Bradley, M, Desai, A & Kim, H, [1987], "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms". Manuskript för publicering i *Journal of Financial Economics*, Vol 20.
- Cubbin, J & Leech, D, [1983], "The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement". *Economic Journal*, Vol 93.
- Dahmén, E, [1980], "Hur studera industriell utveckling?" i *Industriell utveckling i Sverige*. IUI, Stockholm.
- Ds I 1986:6, *Ömsesidigt aktieäggande mellan svenska börsföretag*.
- Hedlund, G, m fl, [1985], *Institutioner som aktieägare*. SNS, Stockholm.
- Hirschman, A, [1970], *Exit, Voice and Loyalty*. Harvard University Press, Cambridge och London.
- Isaksson, M & Skog, R, [1988], "Kontrollagarskiften och försvarsåtgärder", i *Mitt i steget*. Tiden, Stockholm.
- Jarrell, G, Brickley, J & Netter, J, [1987], "The Market for Corporate Control: the Empirical Evidence since 1980". Stencil.
- Jensen, M och Ruback, R, [1983], "The Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics*, Vol 11.
- Larner, R, [1970], *Management Control and the Large Corporation*. Dunellen, New York.
- Palmer, J, [1973], "The Profit Performance Effect of the Separation of Ownership from Control in Large US Industrial Corporations". *Bell Journal of Economics and Management Science*, Spring.
- SIND 1980:5, *Ägandet i det privata näringslivet*.
- SOU 1968:7, *Ägande och inflytande inom det privata näringslivet*.
- SOU 1988:38, *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv*.