

Kontrakt och ägande i synen på företag

ÖVERSIKTSARTIKEL

nr 5 2026 årgång 54

Enligt Coase karakteriseras ett företag av att marknadens prismekanism kan ersättas av en hierarkisk ordermekanism. Alchian och Demsetz var kritiska och hävdade att kontrakt mellan arbetsgivare och arbetstagare inte skiljer sig från det som gäller på en marknad. Deras artikel gav inspiration till att se företaget som en sammanbindande länk för de kontrakt som finns med investerare, anställda, kunder och leverantörer. Denna syn var förhärskande ända tills Grossman och Hart skrev om att det också finns ett äganderättsperspektiv att beakta. Detta perspektiv har vidareutvecklats av rättsekonomer med bakgrund i juridik. Föreliggande artikel beskriver utvecklingen från kontraktsperspektiv till en förståelse att äganderätter också spelar en stor roll.

Bland nationalekonomer sågs länge företaget som en produktionsfunktion som visar hur råmaterial genom insats av kapital och arbete förädlas till produkter. Priser och vinstmaximeringen styrde. Denna syn på företag var förhärskande fram till dess att Ronald Coase (1937) gav ett annat perspektiv. Han sökte en förklaring till företags existens i en marknadsekonomi där samverkan sker via priser. Varför har vi företag som de ser ut i verkligheten med företagsledare och hierarkier? Varför kan inte den osynliga hand som ett pris representerar klara av att koordinera resurser så att de styrs till mest effektiva användning? Svaret på dessa frågeställningar är enligt Coase att användningen av pris som koordineringsmekanism inte är kostnadsfritt. Pris är ett resultat av förhandlingar mellan två parter. Det finns kontaktkostnader i form av att hitta bra motpart, kostnader av att förhandla pris m m och sluta ett kontrakt som båda finner fördelaktigt och slutligen kan det gå åt resurser till att bevaka att kontraktet fullföljs på sätt som avtalats. Mot bakgrund av dessa kostnader av att förlita sig på marknadstransaktioner kan det vara mer effektivt att använda sig av den synliga hand i form av arbetsledare och chefer som bestämmer hur verksamheten i ett företag ska bedrivas. Enligt Coase finns för anställda ett acceptansområde inom vilket de följer de direktiv som en chef ger. En gräns för företagets storlek och komplexitet sätts när kostnaderna för användning av företagets synliga hand överstiger transaktionskostnaderna för att låta en marknad stå för koordination.

1. Företaget som en samling kontrakt

En reaktion på den auktoritetskaraktistik som Coase tillskriver företaget kom 1972 från Armen A Alchian och Harold Demsetz. De menar att före-

PER-OLOF BJUGGREN

är professor emeritus i nationalekonomi med inriktning mot industriell organisation och institutioner vid Internationella Handelshögskolan i Jönköping och associerad forskare vid Ratio – Näringslivets forskningsinstitut.
p.bjuggren@gmail.com;
per-olof.bjuggren@ratio.se

tag inte alls har någon auktoritet eller tillgång till disciplinära aktiviteter som skiljer sig från vad som gäller mellan två personer på en marknad. En arbetsgivare kan avskeda eller åtala en anställd på precis samma sätt som en enskild person kan avskeda en specerihandlare genom att sluta köpa från honom eller stämma honom för undermåliga produkter. Anledningen till att det finns ekonomiska organisationer typ företag är i stället att det finns produktivitetsfördelar med lagsamarbete. Genom att samarbeta i lag är det möjligt att prestera mer. Olika personers insatser kompletterar varandra. Nackdelen är svårigheten att utvärdera var och ens bidrag till totalen. Svårigheten att utvärdera den enskildes bidrag kan göra att differensen mellan belöning och bidrag kan bli negativ för en individ som lämnar större bidrag till totalen än andra. Incitamenten att anstränga sig blir då lidande. Därför behövs en chef/arbetsgivare vars uppgift är att genom att anställa och avskeda sätta samman bästa lag, värdera efter insats och som belöning få den vinst som återstår efter att var och en av de anställda fått sin lön och övriga fordringsägares kontrakt infriats. Arbetsgivarens belöning/vinst svarar mot hur väl denne lyckas med att sätta ihop bästa möjliga arbetslag och ge belöning efter insats. Med andra ord utgörs incitamentet till effektiv övervakning av den residual som återstår när alla andra fått sin ersättning.

Den kontraktssyn som Alchian och Demsetz (förkortat A-D) förespråkar har Michael C Jensen och William H Meckling (1976) utvecklat till en vidare syn på företaget som en kontraktsknut (*a nexus of contracts*). Kontraktsrelationer är, som hos A-D, essensen av företaget. Stort utrymme ägnas åt att presentera en kontraktsmodell där aktieägare är principaler vars välfärd är beroende av hur företagsledningen som agent agerar. Aktieägarna har ett residualkontrakt med ersättning beroende av hur företagsledningen sköter sin monitorfunktion. I fokus är de agentkostnader som uppstår när företagsledningen äger mindre än 100 procent av aktierna. I så fall ökar enligt Jensen och Meckling (förkortat J-M) incitamenten hos företagsledningen för vad de kallar för konsumtion på jobbet av olika slag som sker på bekostnad av företagets värde. Ett aktiebolag betraktas som en legal fiktion som fungerar som en länk för kontraktsrelationer där aktier karakteriseras av att vara delbara residuala anspråk på tillgångar och kassaflöden som kan säljas utan samtycke från andra. Det finns enligt J-M ingen mening i att särskilja mellan vad som är inom företaget från vad som är utanför. Allt är bara en mängd av komplexa kontrakt mellan den legala fiktionen företag och ägare av arbetskraft, material och kapital. Företaget är inte en individ, utan något som fungerar som en marknad styrd av en komplicerad jämviktsprocess.

Eugene Fama (1980) följde upp den kontraktssyn som Alchian-Demsetz och Jensen-Meckling presenterat. Tonvikten i hans artikel är att förklara varför separationen av ägande och kontroll, typiskt för stora publika aktiebolag, kan vara en effektiv form av ekonomisk organisation. Centralt är att han förkastar att det finns något som kan betecknas som ägande av ett företag. Vad han menar med ägande är i stället ägande av finansiellt kapital som aktier och obligationer. Han knyter i sin framställning an till de punkter

som A-D använder som karakteristik av kontraktsstrukturen i ett klassiskt företag med (1) lagproduktion, (2) flera ägare av insatsfaktor, (3) en för alla gemensam kontraktspart, företagsledning, som (4) har rätt att omförhandla en insatsfaktors kontrakt oberoende av andras kontrakt, (5) som är residual fordringsägare efter alla andra kontrakt infriats och (6) som har rätt att sälja sin residuala status. Av dessa olika punkter menar Fama att det är viktigt att särskilja mellan att vara gemensam kontraktspart (det han kallar kontraktslänk) med rätt att omförhandla kontrakt från att ha status som ger rätt till residualen och rätt att sälja sitt centrala kontrakt. Detta är viktigt för att separera företagsledning (3 och 4) från risktagande (5 och 6). Effektiv riskallokering implicerar att kapitaläggande kan separeras från företagskontroll. Portföljsteori visar att en investerare kan minska sin risk genom diversifiering med aktier i flera olika företag. Den enskilde investeraren bör undvika att låta sin förmögenhet alltför mycket bero på utvecklingen i ett företag och har i allmänhet inte något speciellt intresse att personligen i detalj övervaka vad som sker i ett företag. En följd av diversifiering bör därför vara att den bidrar till separering mellan ägande och kontroll.

En fråga som Fama tar upp och behandlar mot denna bakgrund rör övervakningen av att företagsledare på olika nivåer gör sitt jobb effektivt. De liksom alla andra som arbetar i ett företag är ju människor av kött och blod som kan vilja ta det lugnt och kanske utnyttja företagets resurser för eget syfte. Eftersom residualtagarna, dvs aktieägarna, i ett stort företag med spritt ägande inte har motiv att utöva någon mer ingående kontroll kan man tänka sig att det finns ett stort spelrum för anställda på olika nivåer att sätta sina egna intressen framför företagets. Sett i detta perspektiv är det svårt att se varför folk investerar sina pengar i stora börsnoterade företag. Vilka andra kontrollmekanismer finns som gör börsnoterade företag attraktiva för placerare? Det svar som Fama ger är att företagsledare på olika nivåer alltid är utsatta för konkurrens och därför är deras ersättning beroende av hur duktiga de är. De har hyrt ut en stor del av sitt humankapital i det företag de arbetar i och den ersättning de får är beroende av om företaget går bra eller dåligt. Företagets aktieägare spelar en indirekt roll i utvärderingen av företagsledare genom sitt agerande på en effektiv kapitalmarknad.

Det finns både interna och externa marknader med konkurrens som påverkar promotion och ersättning och därmed fyller kontrollfunktioner. Genom att stiga i graderna eller få anbud från andra företag ges effektivitetsincitament. Dessutom finns det i börsnoterade företag en vald bolagsstyrelse som har till uppgift att vara den yttersta övervakaren. Förutom dessa kontrollmekanismer hänvisar Fama också, med referens till Henry Manne (1965), till den marknad för kontroll som finns genom skiftliga uppköp, där det kan finnas ett intresse av att köpa upp ineffektivt drivna företag och öka deras värde genom att byta ut deras ledning mot en mer effektiv. Sammanfattningsvis bidrar Fama till teorin från A-D och J-M genom att visa att även om ägande och kontroll skiljs åt finns det marknadskrafter som bidrar till effektivt företagande.

2. Operationalisering av Coase

Coase 1937 gjorde i sin förklaring av varför det finns företag en poäng av att det som skiljer företag från marknader är att chefer kan bestämma hur mänskliga och materiella resurser ska användas, medan det på en marknad är priset som styr resursanvändning. Valet mellan företag och marknad är en fråga om hur stora kostnaderna är av att använda sig av marknad jämfört med de kostnader som den synliga handen, företaget, representerar. Ett problem med detta synsätt är svårigheten med operationalisering. Hur kan man avgöra om transaktionskostnaderna på en marknad är så stora att det är effektivt att ersätta företag med marknad? En som tog sig an denna fråga var O E Williamson. Detta först med en artikel 1971 (Williamson 1971) som senare följdes upp av en bok med titeln *Markets and Hierarchies* (Williamson 1975). Han riktar in sig på att det mellan olika steg i tillverkningen av en vara till färdig konsumentprodukt kan finnas tekniska och andra omständigheter som gör att det uppstår ett beroendeförhållande mellan leverantör och användare. Till exempel finns det vid pappersproduktion kostnadsfördelar med att tekniskt integrera massa- och pappersproduktion (Bjuggren 1985). Det finns stora kostnadsfördelar av att via pipeline pumpa massan från massabruket till pappersbruket. Om det är två olika företag som svarar mot massa- respektive papperstillverkning uppstår ett beroendeförhållande med ett förhandlingsutrymme i prissättningen på massa som svarar mot de kostnadsfördelar som den tekniska integrationen ger. Inom detta utrymme finns det inte några alternativa köpare och säljare. Både kortsiktiga och långsiktiga kontrakt kan innebära höga transaktionskostnader. Kortsiktiga kontrakt kan bli dyrbara eftersom var och en vid varje återkommande förhandling har incitament att utnyttja den andres utsatthet. Ett långtidskontrakt erbjuder inte heller någon säker lösning. På grund av människans begränsade rationalitet och den osäkerhet som råder om hur framtiden kommer att utvecklas tenderar ett sådant kontrakt att bli ofullständigt. Det kommer att finnas kryphål som går att utnyttja opportunistiskt för omförhandlingar. Den i ett transaktionsperspektiv optimala lösningen blir att internalisera de två produktionsstegen inom ramen för ett företag. Incitament förändras. Cheferna för massa- respektive pappersproduktionen kommer inte att belönas för opportunistiskt beteende, i stället är det samarbete som belönas av chefer högre upp i hierarkin som står för kontroll av deras aktiviteter.

Benjamin Klein, Robert Crawford och Armen A Alchian (1978) (KCA) tar fasta på Williamsons resonemang och vidareutvecklar kontraktsproblemen som Williamson (1971, 1975) kallat för *ex post opportunism* vid bristande konkurrens. Liksom Williamson försöker de förklara varför företag ersätter marknad efter investering i en varaktig tillgång som medför ett ömsesidigt beroendeförhållande mellan leverantör och kund vid produktion av en insatsvara. Inspirerad av Alfred Marshall (1920) använder de sig av begreppet *kvasiränta* som betecknar den högre avkastning som en tillgång kan ge vid specialiserad användning för att betjäna en viss kund utöver den som

kan fås vid bästa alternativa användning. De diskuterar med andra ord vad som händer då en tillgång skräddarsys för att speciellt tillgodose viss kunds behov.¹ Detta innebär en långtgående specialisering som förutom användning också avser en viss användare. De kallar den avkastning som går att få från den kunden för *tillgänglig kvasiränta*. Denna ger utrymme för förhandlingar mellan leverantör och kund. En undre gräns utgörs av vad en alternativ kund som inte har så specialiserade behov kan betala medan en övre gräns är smärtgränsen för kunden när denne inte längre gör någon vinst. Motsatta vinstincitament för leverantör och kund gör, precis som Williamson framställer, att förhandlingskostnaderna blir så höga att integration inom ramen av ett företag ter sig fördelaktigt.²

Dock vidhåller KCA, även om de gått in på det spår som Williamson initierat, att "Företag är ...; enligt definition formade och reviderade i marknader och den konventionella skarpa distinktionen mellan marknader och företag är troligen av föga analytisk vikt ..." (s 326).³ De håller med andra ord likt A-D fast vid att det inte finns någon skillnad mellan karaktären hos transaktioner inom och utanför företag. Williamson (1991) hävdar däremot att Coases syn på företag stämmer. Ledningen i ett företag kan, på annat sätt än vad som är möjligt i en marknadsrelation, ge order och instruktioner till arbetstagare om vad de ska göra. Förklaringen är enligt honom att i tillämpning av kontraktslagstiftning finns det en förståelse för att arbetsgivare inom vissa ramar har rätt att styra arbetskraftens användning. Williamson använder beteckningen *the contract law of forbearance* för denna möjlighet till hierarkisk styrning.

3. Ett ekonomiskt äganderättsperspektiv

Bland ekonomer var det först genom en artikel som kom 1986 (Sanford J Grossman och Oliver D Hart 1986) som en företagsteori med avstamp i äganderätt presenterades. Den skiljer ut sig genom att lägga tonvikten på fysiska tillgångar. Produktion inom ramen av ett företag kräver ju i allmänhet tillgång till både mänskliga och fysiska tillgångar. Fysiskt kapital kan i motsats till mänskligt ägas. Sett i ett sådant perspektiv blir det inte enbart kontraktsrelationer som är i fokus utan också äganderätt. Den syn på företag som presenteras här har kommit att kallas för äganderättsteori, förkortat PRT (*Property Rights Theory*). Precis som Williamson och KCA utgår man från att investeringar i transaktionsspecifika tillgångar medför beroendeförhållande och att kontrakt vid skilt ägande tenderar att ha luckor som opportunistiskt kan utnyttjas av en part för att tillskansa sig vinster på en motparts bekostnad, vilket leder till höga transaktionskostnader.

¹ Som exempel använder de det beroendeförhållande som uppstår vid investering i en tryckpress som svar mot en viss förläggares behov (s 298).

² Williamson använder i senare publikationer begreppet *asset specificity* för tillgångar av denna karaktär.

³ "Firms are..., by definition, formed and revised in markets and the conventional sharp distinction between markets and firms may have little general analytical importance..."

Den springande punkten är att ägande ger en residual rätt till att bestämma användning av tillgångar, till skillnad från den rätt kontrakt ger. En sådan rätt till kontroll innebär att alla rättigheter som inte finns specificerade i kontrakt tillkommer ägaren. Det är en skillnad mot kontraktssynen där det är aktieägarens rätt till residual avkastning som är i blickpunkten.

Denna analys kan bäst illustreras med ett exempel. Antag två företag A och B som befinner sig i två successiva steg i en förädlingskedja. A:s *output* är en *input* i B:s tillverkning. Om de är ägarmässigt fristående och enbart bedriver sin handel sinsemellan via långtidskontrakt uppstår problemet att det är omöjligt att förutse alla framtida händelser under kontraktstiden. Vart och ett av företagen har en residual rättighet att bestämma användning i allt som inte kolliderar med överenskomna kontraktsvillkor. Men om B köper upp A så är det B som har rättigheten att bestämma över både A:s och B:s tillgångar. Den tidigare ägaren av A har nu helt andra incitament. Hon är inte längre ägare och kan därför inte ensam bestämma över användning och har heller inte rätt till den avkastning som viss användning ger. Intresset att göra innovationer som innebär ökad avkastning är inte längre lika stort. Ett minskat innovationsintresse är då en kostnad av att integrera A och B till ett nytt större företag.

En fråga är varför t ex B överhuvudtaget skulle vara intresserad av att köpa upp A? En anledning är att det, precis som Williamson och KCA hävdar, kan finnas vinster från investering i transaktionsspecifika tillgångar som ökar lönsamheten men medför ett beroendeförhållande. Vid skilt ägande finns då ett *holdup*-hot i form av incitament för en part att opportunistiskt försöka tillskansa sig en större del av den tillgängliga kvasiräntan på den andres bekostnad. Vi är alltså tillbaka i en transaktionskostnadsförklaring till varför integration sker med skillnaden att äganderätt i fysiska tillgångar kommer i fokus.

Ett bidrag från den nya äganderättsanalysen är att den kan ses som en modell för att förklara vem som köper upp vem. Låt oss utgå från de två företagen A och B som befinner sig i två successiva steg i en förädlingskedja. Båda överväger att investera i tillgångar som ger en högre *tillgänglig kvasiränta*. (I det exempel som ges i Grossman och Hart (1986) tänker man sig att det ena företaget är en närliggande kolgruva till ett separat ägt kolkraftverk som är på väg att installera en brännare som kräver kol med lågt innehåll av aska för att fungera väl.) Vad man kommer fram till beträffande vem som köper vem är att man gör en *trade-off analysis* där lönsamheten för kontroll av transaktionsspecifik investering ställs mot kostnaden av försvagade innovationsincitament i uppköpt företag. För de två företagen förutspås att företag A vill förvärva B, och därmed kontroll, när den ökade vinst som företag A får för sin investering är större än kostnaderna i form av försvagade innovationsincitament i det uppköpta företaget B. Det motsatta gäller för B om avkastningen från B:s investering är viktigare för ökad vinst än de försvagade incitamenten i det uppköpta företaget A. En jämförelse mellan A:s och B:s kalkyler, givet att båda är intresserade, avgör vem som köper upp vem.

4. Juristers syn på kontrakt och äganderätt

Den kontraktssyn på företaget som främst A-D, J-M och Fama presenterade satte också sina spår på hur jurister såg på företaget. Stor genomslagskraft väckte härvid Frank H Easterbrook och Daniel R Fischel (1991) med sin bok *The Economic Structure of Corporate Law* som visade hur aktiebolagsrätten kunde tolkas i ett rent kontraktsperspektiv. I första kapitlet återkommer begreppet kontraktslänk i en beskrivning av hur företaget kan ses som en samling av kontrakt. Om företaget kan ses som en samling kontrakt infin- ner sig frågan varför då ha en lagstiftning för aktiebolag? Varför inte låta var och en, såväl aktieägare som andra, fritt förhandla om de villkor som passar dem bäst? Det finns exempelvis lagstiftning om vilka skyldigheter en bolagsstyrelse har för att tillvarata aktieägarnas intressen (s k fiduciära skyldigheter) och lagstiftning om att de ska ha rösträtt för att kunna påverka bolagsstyrelsens sammansättning och beslut. Easterbrook och Fischel förklarar att en sådan lagstiftning finns till för att minska aktieägarnas förhandlingskostnader. Det är kontraktsklausuler som skulle ha funnits om kostnaderna för att förhandla och bevaka kontrakt var låga (s 34–35). Även aktieäga- res begränsade ansvar för företaget betraktas som något som skulle ha förhandlats fram om det inte fanns lagstiftat (s 41). Denna syn på lagstiftning som kontrakt kom senare att kritiseras.

Henry Hansmann och Reinier Kraakman (2000) uppmärksammar att ett väsentligt inslag i aktiebolag, förutom att ge aktieägarna begränsat ansvar för företags skulder, är att bolagsrätten också utmärks av att företags och aktieägarnas tillgångar hålls isär. De använder termen *asset partitioning* för detta inslag i bolagsrätten och hävdar att det är minst lika viktigt som att ansvaret för företags skulder är begränsat till företags egna kapital. Särskiljandet av aktieägarna och företags tillgångar gör att aktie- ägarnas kreditorer inte har tillgång till företags tillgångar som säkerhet för sina fordringar. De har bara åtkomst till den enskildes tillgångar vilka inkluderar ägda aktier. Kombinationen begränsat ansvar och särskiljande av bolags och enskildas tillgångar är viktig för att aktiebolag ska kunna attrahera kapital från ett stort antal personer och därmed göra det möjligt för företag att växa och bedriva kapitalintensiv verksamhet. Detta till skillnad från en enskild firma eller handelsbolag där personliga fordringsägare har både företags och personliga tillgångar som säkerhet.

Den kritik mot kontraktssynen som Hansmann och Kraakman (förkortat H-K) gör är att ett särskiljande av tillgångar, till skillnad från begränsat ansvar, inte går att tillskapa kontraktsmässigt i ett företag med många aktie- ägare. För det första finns det problem med att se till att varje aktieägare skriver kontrakt som hindrar deras personliga fordringsäga- res tillgång till företags tillgångar som säkerhet. Det finns ett *moral hazard*-problem i att det finns incitament till att få bättre lånevillkor genom att försöka undvika ett sådant kontrakt och bli gratispassagerare på alla andra kontraktsskri- vare. Med många aktieägare är det svårt att kontrollera att inte någon beter sig opportunistiskt på detta sätt och som konsekvens försvagar företags

likvideringskydd från enskilda ägares skuldproblem. Dessa plus andra problem som förs fram gör att det också blir svårt för kunder och leverantörer till företaget att beräkna sannolikheten att ett företag kommer att förbli solvent. Aktietransaktioner försvåras då nya aktieägare innebär nya kontraktsproblem för särskiljande av skulder. Summa summarum skulle transaktionskostnaderna för ett kontraktsmässigt skydd mot aktieägarnas skulder bli så höga att det inte går att ordna. Det krävs lagstiftning för att ett sådant skydd ska komma till stånd. Kontraktsmodellen fungerar inte. Lagstiftning krävs för skydd av både företagets och den enskilde aktieägarens tillgångar. Lagstiftningen skyddar företaget från alla aktieägares fordringsägare såväl aktuella som potentiella. Det blir mer en fråga om äganderätt än kontrakt eftersom kontrakt endast avser relationen mellan två parter.

Margaret B Blair tar i en artikel från 2003 fasta på de skydd som H&K visar att det finns i ett aktiebolag både i form av aktieägarnas begränsade ansvar för företagets skulder och företagets skydd mot aktieägarnas skulder. Till skillnad från andra företagsformer som handelsbolag och enskild firma kan aktieägare inte ta ut kapital utan explicit beslut från bolagsstyrelsen, som har till uppgift att svara för aktiebolagets intressen. Företagets kapital blir därigenom inlåst och utgör en säkerhet för lån till finansiering av investeringar. Ytterligare en faktor att beakta är att aktiebolag inte på samma sätt som människor har en begränsad livslängd. Endast likvidation begränsar livslängden som produktiv enhet. Sett i detta perspektiv med inlåsning och icke-begränsad livslängd öppnar sig för investerare en attraktiv möjlighet att investera i för företaget specialiserade tillgångar av både materiellt och immateriellt slag som kan sakna alternativ användning och ha lång varaktighet. För att referera till KCA, Williamson samt Hart och Grossman är detta tillgångar som kan ha hög tillgänglig kvasiränta vid skilt ägande, vilket bidragit till att publika företag genom vertikal integration vuxit i storlek.

Med utgångspunkt från att lagstiftning möjliggjorde att skapa en separat laglig enhet (juridisk person) vars existens och styrning var separerad från dess kontraktsparter är det svårt att se att aktiebolag inte är mer än en *legal fiction*. Den har i stort samma skyldigheter och rättigheter som en individ i fråga om att ingå avtal, anställa personal, äga egendom, ha skulder och vara part i rättsliga processer.

Paddy Ireland (2003) skriver om hur aktiebolag med spritt ägande utvecklades i England under mitten av 1800-talet. Han påpekar att lagstiftning gjorde dessa företag till egendomsägande juridiska personer och tog därmed i väsentliga avseenden bort den kontraktsevenliga grunden aktieägare emellan såväl som mellan aktieägare och bolagsstyrelse liksom också mellan aktieägare och tredje part till företaget (s 463). Varje aktieägare fick begränsat ansvar för bolagets skulder. Bolagsstyrelsen blev inte agenter till aktieägare utan till företaget i egenskap av separat egendomsägande juridisk person. Aktieägares begränsade ansvar för företagets skulder, bolagsstyrelseledamöters fiduciära skyldigheter mot aktieägare och en standard för bolagsordning infördes. Aktier fick karaktär av äganderätt, som skiljer

dem från kontraktsevenliga och andra personliga skyldigheter och gör dem fritt transfererbara (s 469). Av primärt intresse blev att storleken av nutida och framtida avkastning bestäms av bolagsstyrelsen. Man kunde också dra nytta av att en mer informativ årsredovisning utvecklats.

Enligt Ireland är det därför svårt att se hur aktieägare i publika företag kan beskrivas som del av en kontraktslänk. Att såsom J&M se företaget som en komplex process där personer med skilda målsättningar koordineras genom ett ramverk av kontraktsrelationer är Ireland kritisk till (s 472–475). Det stämmer mer på den relation mellan ägare och företagsledning som gäller inom partnerskap (handelsbolag/ kompanjonskap). Enligt Ireland tar en sådan teori oss tillbaka till tidigt 1800-tal, där det fanns ett mer direkt samband mellan ägare och styrelse av ett företag. Företagsledning var mer direkt aktieägarnas agenter.

Robert Anderson (2020) sammanfattar den utveckling som har gått mot en mer äganderättsorienterad framväxt av framför allt synen på publika aktiebolag med spritt ägande. Medan kontraktssynen på företag utgår från ett marknadsperspektiv med kontrakt mellan parter är äganderättsynen orienterad mot lagstiftning. Två begrepp som lyfts fram som centrala är skillnaden mellan de juridiska begreppen *in personam* och *in rem* där *in personam* svarar mot de rättigheter och skyldigheter som bestäms vid ett kontrakt mellan två parter och *in rem* svarar mot lagstiftning som ger rättigheter/skyldigheter mot många. Med utgångspunkt från äganderättsteori hävdar Anderson (2020) att genom aktiebolagslagstiftning kan en snårig struktur av *in personam* rättigheter karakteriserande kontrakt omvandlas till ett välordnat paket av delbara och transfererbara *in rem* rättigheter som kallas aktier. Nyckeln är den residuala kontroll hos stamaktier med rösträtt som ger en status av äganderätt i stället för bara ett kontraktssintresse. Genom majoritetsbeslut kan aktieägarna tillsätta och avsätta ledamöter i bolagsstyrelsen som aktivt utövar kontroll över verksamheten i ett offentligt aktiebolag. Tonvikt läggs också vid att det finns en lagstadgad förtroendepikt hos bolagsstyrelsen mot aktieägare att tillgodose deras intressen, som också bidrar till att de har en unik residual kontrollrätt bland aktiebolagets fordringsägare som är lika viktig som att de är residualtagare i ekonomisk mening.

Problematiken kring om aktieägare kan betraktas som ägare tar Anderson också upp. Fama (1980) förkastade att det finns något som kan betecknas som ägande i ett offentligt aktiebolag med många aktieägare. En rättsfilosof av intresse i detta sammanhang är enligt Anderson Antony M Honoré. Honoré (1961) listar elva aspekter som karakteriserar ägande. Dessa aspekter är (1) besittningsrätt (exklusiv rätt till tillgångar), (2) rätt till användning, (3) ledningsrätt (rätt till att bestämma över användning av tillgångar), (4) rätt till inkomst, (5) rätt till kapital, (6) rätt till säkerhet, (7) rätt till överförbarhet, (8) avsaknad av slutdatum, (9) förbud mot skadlig användning, (10) ansvar för verkställighet av skuld och (11) residuala karakteristika (regler om vad som sker om ägandet upphör, t ex om servitut om nyttjande av

mark kan fortsätta att gälla). Av dessa aspekter saknar en aktieägare framför allt de tre första typerna. Enligt lagstiftning är det aktiebolaget som juridisk person som har besittningsrätt till alla tillgångar så länge det är solvent. Rätten till användning av aktiebolagets tillgångar är förbehållen företaget som juridisk person. Exempelvis kan jag som aktieägare i SCA inte hugga ner skog som SCA äger utan tillstånd. Besittningsrätten till tillgångarna har SCA. Jag har heller inte någon direkt rätt till att leda företaget. Det är en rätt förbehållen styrelse och VD. Dock har jag indirekt rätt (beroende på hur stor andel av röster vid bolagsstämma mina aktier representerar) att kunna påverka bolagsstyrelsens utseende och därmed ledningen av företaget. I övrigt har aktieägare i SCA residual rättighet till inkomst, rätt till att sälja sin aktie, rätt till det kapital som andel av börsvärdet svarar mot, ansvar för belåning av aktieinnehav, aktiebolag liksom aktier har evigt liv, förbud mot skadlig användning är lite svårt att se för en icke-materiell tillgång som aktie, ansvar för lån med aktie som säkerhet gäller. Så de flesta av de elva aspekterna på ägande är i någon form uppfyllda för ägande. För att återvända till SCA: Det är ett stort publikt aktiebolag med spritt ägande. Många andra skogsbolag är små med en eller få ägare. Även dessa kan drivas i aktiebolagsform. De flesta skulle nog hävda att aktieägarna kan ses som ägare till dessa företag.

Dessutom är aktien i sig själv en äganderätt *in rem* som gäller universellt. Med kontroll och rätt till avkastning (inkomst) kan aktieägare betecknas som ägare så länge som aktiebolaget är solvent. Det är budskapet i Kraakman m fl (2009), en internationellt spridd ofta citerad bok om aktiebolagsrätt. När aktiebolaget inte längre är solvent skiftar ägandet till den andra kategorin av investerare, nämligen långivare. Aktier är också unika bland krav på ett bolag i den mening att de inte kan bli utfärdade utan att först blivit auktoriserade i ett offentligt dokument. Aktiebolag blir till genom ett dokument utfärdat av staten i vilket det totala antalet auktoriserade aktier är offentligt registrerade. Detta i kontrast till kontrakt som inte kräver offentlig registrering eller offentligt varsel för sin tillskapning. Ett sådant offentligt meddelande som tredje part kan ta del av karakteriserar *in rem* rättigheter som gäller mot alla. Det är en karakteristik av äganderätt.

5. Avslutning

Ronald Coase (1937) lanserade en syn på företags natur. Innan Coase var synen på företag inom nationalekonomin något som kan liknas vid en svart låda där *inputs* omvandlas till *outputs* med vinstmaximering som mål. Den svarta lådan omges av marknader där pris och konkurrens styr verksamheten. Coase kom i sin artikel med två nya begrepp som hierarkiskt beslutsfattande inom företag och transaktionskostnader. Det som ställt till med mest huvudbry är hierarkiskt beslutsfattande. Att avtal i samband med marknadstransaktioner är behäftat med kostnader är mer i linje med traditionell pristeori. Mot en sådan bakgrund är det förstående att en kontrakt-

syn på företag kom att utvecklas bland nationalekonomer. På marknader sker frivilliga avtal mellan två parter om pris och kvantitet och det är vad som karakteriserar kontrakt. Av de framstående nationalekonomer med en kontraktsyn som gått igenom i den här artikeln är det endast Oliver Williamson som försöker förklara förekomsten av hierarki från ett kontraktsperspektiv. De har alla bidragit med stora landvinningar i synen på ett företag. Men kontrakt är endast något som förklarar relationen mellan två parter. Relationer i en ekonomi styrs inte enbart av kontrakt. För att reglera relationer mellan många krävs lagstiftning. Äganderätt är ett sådant exempel. Grossman och Hart spinner vidare på den beroendeproblematik som Williamson och KCA framfört om att långsiktiga kontrakt tenderar att vara ofullständiga. Det är därför äganderätter blir viktiga. Den som har äganderätt har kontroll över all resursanvändning. Andra implikationer av ägandeperspektiv utvecklas senare av flera rättsekonomer med juridisk bakgrund som H&K som vid sidan av begränsat ansvar betonar effekterna av lagstiftning som skiljer aktieägares tillgångar och skulder från ett aktiebolags tillgångar och skulder. Blair (2003) bygger vidare på både vad ekonomer som Williamson och KCA skrivit om ägandet av specialiserade tillgångar, särskiljande av företag och aktieägares skulder och aktiebolags möjlighet till obegränsad livslängd. Hon visar att den inlåsning som därvid uppkommer ger möjlighet att låsa in produktiva långsiktiga investeringar på ett sätt som annars inte skulle ha varit möjligt. Slutligen ger ett äganderättsperspektiv en ny syn på om aktieägare kan betraktas som ägare.

Alchian, A och H Demsetz (1972), "Production, Information Costs, and Economic Organization", *American Economic Review*, vol 62, s 777-795.

Anderson IV, R (2020), "A Property Theory of Corporate Law", *Columbia Business Law Review*, vol 2020, nr 1, s 1-103.

Bjuggren, P-O (1985), *A Transaction Cost Approach to Vertical Integration: The Case of the Swedish Pulp and Paper Industry*, doktorsavhandling, Nationalekonomiska institutionen, Lunds universitet.

Blair, M M (2003), "Locking Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century", *UCLA Law Review*, vol 51, s 387-455.

Coase, R H (1937), "The Nature of the Firm", *Economica*, vol 4, s 396-405.

Easterbrook, F H och D F Fischel (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge MA.

Fama, E (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, vol 88, s 288-307.

Grossman, S J och O D Hart (1986), "The

Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy*, vol 94, s 691-719.

Hansmann, H och R Kraakman (2000), "The Essential Role of Organizational Law", *The Yale Law Journal*, vol 110, s 387-440.

Honoré, A M (1961), "Ownership", i Guest, A G (red), *Oxford Essays in Jurisprudence*, Oxford University Press, Oxford.

Ireland, P (2003), "Property and Contract in Contemporary Corporate Theory", *Legal Studies*, vol 23, s 453-509.

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

Klein B, R G Crawford och A Alchian (1978), "Vertical Integration, Appropriable Rents and the Competitive Contracting Process", *Journal of Law and Economics*, vol 21, s 297-326.

Kraakman, R m fl (2009), *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, andra upplagan, Oxford University Press, Oxford.

REFERENSER

Manne H (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, vol 73, s 110–120.

Marshall, A (1920), *Principles of Economics*, åttonde upplagan, The Macmillan Press, London.

Williamson, O E (1971), "The Vertical Integration of Production: Market Failure and Considerations", *American Economic Review*, vol 61, s 112–123.

Williamson, O E (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Anti-Trust Implications*, The Free Press, New York.

Williamson, O E (1991), "Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives", *Administrative Science Quarterly*, vol 36, s 269–296.