

Småtryck från



Nr 246

Gunnar Eliasson



**Entreprenören, ägaren och
strukturomvandlingen
– teori om praktik**

Särtryck ur

**Företagsledning
(red A Lindström,
P Bratt).**

IFL 1988

**INDUSTRIENS
UTREDNINGS-
INSTITUT
STOCKHOLM**



Industriens Utredningsinstitut

är en fristående vetenskaplig forskningsinstitution grundad 1939 av Svenska Arbetsgivareföreningen och Sveriges Industriförbund.

Syfte

Att bedriva forskning rörande ekonomiska och sociala förhållanden av betydelse för den industriella utvecklingen.

Verksamhet

Huvuddelen av arbetet inom institutet ägnas åt långsiktiga forskningsuppgifter. Man siktar härvid till ett studium av de grundläggande sammanhangen inom näringslivet och särskilt till att belysa de frågor som hör samman med strukturella och institutionella förändringar. Forskningsresultaten publiceras i institutets skriftserier.

Styrelse

Tekn. dr Curt Nicolin, ordf.
Direktör Gösta Bystedt
Direktör Anders Carlberg
Direktör Torbjörn Ek
Direktör Per-Olof Eriksson
Tekn. dr Lennart Johansson
Direktör Olof Ljunggren
Direktör Lars Nabseth
Direktör Sven H Salén
Ekon. dr Hans Stahle
Ekon. dr Peter Wallenberg
Direktör Sven Wallgren
Direktör Karl Erik Önnesjö
Docent Gunnar Eliasson, chef

Adress

Industriens Utredningsinstitut
Box 5501, 114 85 Stockholm
Tel. 08-783 80 00

Entreprenören,
ägaren och struktur-
omvandlingen –
teori om praktik

Entreprenören, ägaren och struktur- omvandlingen – teori om praktik



GUNNAR ELIASSON
 Professor i nationalekonomi och chef för Industriens Utredningsinstitut (IUI). Han har tidigare bl.a. varit forskare på Konjunkturinstitutet och chefsökonom på Sveriges Industriförbund. Han har forskat vid flera amerikanska universitet. Han har skrivit artiklar och böcker om industriinvesteringarnas bestämningsfaktorer, kreditmarknadsproblem och penningpolitik, planering i företag samt om elektronikkens och informationsteknologins mikroekonomiska effekter. Har sedan flera år lett ett stort projekt om att bygga en företagsbaserad dalormmodell av den svenska ekonomin.

1) Ackoff R. L., 1986 I små doser – 52 lektioner i ledarskap, Kristianstad, Liber, kap. 41.

OM PRESTATION OCH PRESENTATION

Nya kultböcker om management produceras löpande för läsare i Europa. Det handlar nästan enbart om amerikanska titlar – och om amerikanska företag – som översatts till något europeiskt språk. Litteraturen om de europeiska företagens erfarenheter lyser däremot med sin frånvaro.

Samtidigt kan man konstatera att europeiska företag, kanske särskilt svenska företag, genom skickliga förvandlingsnummer lyckats ta sig ur den kris som industriländerna gått igenom under 70-talet. Dessa företag uppträder nu som helt nya affärsorganisationer på de internationella marknaderna; som formidabla konkurrenter till USAs industriföretag, som till synes sitter fast i sina gamla strukturer. GM har, som den svenske industriministern föreslog för ett antal år sedan, försökt att "investera sig ur krisen", med negativa följder. IBM håller inte längre måttet, åtminstone inte enligt den effektiva aktiemarknadens bedömningar. Den framgångsrika organisatoriska förvandling som ett antal svenska företag tycks ha klarat av under de senaste tio åren utgör däremot en bra "modell" för hur ett företag skall organisera ett långt liv som

sammanhållen affärsorganisation. Hur går denna förvandling till? Om vilka företag skall egentligen böckerna skrivas, av vem samt för vem?

Och så en sista fråga: Vem läser den typ av artiklar som Ni just har påbörjat? Är det VD, hans stab, byråkraterna, akademikerna eller politikerna? VD påstås i flera böcker vara på gränsen till illitterat.¹⁾ Bilden av en läsande man är inte den bild av sig själv som en aktiv VD vill förmedla. Läser han så gör han det på fritiden i smyg? Hur blir VD informerad om det nya inom "business management"; skriftligt i bokens form, genom muntliga föredragningar av konsulter eller genom egen erfarenhet? Vad läser han för övrigt i smyg? Det kanske är skönlitteratur, som läses av helt andra skäl och på ett helt annat sätt än facklitteratur.

Vad kan forskaren, akademikern som endast har en ytlig, boklig erfarenhet om industriföretagen ha att berätta för VD? Att kunna någonting och att kunna berätta (kommunicera) det man kan handlar oftast om två olika färdigheter. Det blir alltid fråga om en kompromiss. Den som är mest kompetent att driva företag är vanligtvis inte den bäste läraren. Vi har därför fått två olika kulturer: affärslivets där man utnyttjar det kunnande man har till att prestera resultat, och skolans, akademiernas, där man presenterar det man kan. Det är en känd "sats" inom psykologin att man för den första uppgiften (affärslivets) bör maximera kunskapsinsatsen långt utöver gränserna för presentation. Vi talar då ofta om intuition. God presentationsteknik bygger på andra sidan i allmänhet på att inte packa in för mycket kunskap i ett meddelande.

Tekniken (presentationstekniken) att förmedla komplexa budskap om hur affärsorganisationer överlever i en hård konkurrensmiljö är ett viktigt inslag på handels- och högskolornas scheman. Frågan är vilket innehåll det elegant presenterade budskapet har och kan ges.

I denna artikel presenteras tre olika teser som berör entreprenörens och ägarens roll i den industriella omvandlingen. Det handlar om ett budskap om hur en hel ekonomi fungerar i mikrotermer, som förmodligen går utöver det presentabla i en kort artikel som denna. Teorin om, och forskning om kring innovatörens, entreprenörens och ägarens roller är därför mycket partiell och för fragmenterad för att kunna presenteras i strikt vetenskaplig form.

Dessa aktörer (1) arbetar i gränssnittet mellan den reala och den finansiella ekonomin, ett stort och viktigt fält för ekonomiskt handlande som, i vad jag kallar den experimentellt organiserade ekonomin, (2) kännetecknas av stor oförutsebarhet på mikroplanet. Innovatören, entreprenören och ägaren får (3) betalt för den kompetens de sätter in och de risker de tar, huvudsakligen i form av värdestegring på sin andel i den affärsverksamhet de har en ibland dominerande kontroll över. Förvånande nog, skulle många läsare observera, är denna bild av entreprenören och ägaren inte helt i överensstämmelse med den bild som tecknas i den ekonomiska teorin.

AFFÄRSORGANISATIONEN SOM EN MASKIN

Det finns många sätt att beskriva en affärsorganisation. *Morgan*²⁾ skiljer mellan (affärs)organisationen som en maskin, som ett biologiskt system, som en kultur, som ett politiskt (makt)spel, osv.

Somliga skulle hävda att när presentationen trappats ned till "kulturnivån", har vi nått den intellektuella nivå, där författaren inte har något att säga och/eller inte kan uttrycka sig. Affärsorganisationen som en "maskin" där emot förmedlar bilden av pedagogisk ordning och reda bland organisationsplaner och matriser. Företaget kan presenteras som den till synes välstrukturerade organisation som utomstående kan "förstå" och därför kan ha förtroende för, och köpa aktier i.

Hur är det företag organiserat som inte har sin organisationsplan klar? Situationen verkar farlig säger läraren och läsaren. Jag förstår ju inte hur företaget fungerar.

Men kanske är det tvärtom? Om den organisationsplan som företaget arbetar efter är så klar att man kan skriva böcker om den, har då inte ett av två förhållanden inträtt? Antingen har planen gjorts så enkel att den inte har något (operativt) innehåll, även om den är korrekt. Eller också har företaget växt in i en så stabil struktur att den kompetens organisationen bygger på kan kodas, kommuniceras och imiteras. Företagets kompetens är då inte längre unik. Konkurrenten kan hos konsulter köpa in kompetensen – den kan ju kommuniceras. Konkurrensen från imitatorer sätter in, samtidigt som företaget börjar stelna i sina presentabla organisationsplaner. Det finns en inbyggd konflikt här. Moralen är att när man kan presentera sig pedagogiskt och lätt "som en maskin", då är det fara å färde i affärslivet, för då har även konkurrenten lätt att lära sig det "unika" kunnande man tidigare tjänat pengar på. Här har vi ett av skälen till att ett framgångsrikt affärsliv inte kännetecknas av snygga föredragningar och välskrivna planeringspromemorior. När en affärsman tror att han förstår, då bör han vara försiktig för då är ofta någon konkurrent hans unika kunnande på spåren.

En viktig faktor bakom ett framgångsrikt företag är nämligen just **kunskapskapitalet**. Kunskapskapitalet har sitt största värde när det är unikt, knutet till företaget och dess anställda samt svårt att kommunicera. Ett sätt att presentera ett framgångsrikt företag är som en svårantaglig "bank av kompetens". Denna kompetens kan normalt inte skiljas från de människor som arbetar i företaget. Den metod (den "kultur", här kommer ordet) varmed människor fås att arbeta effektivt i grupp mot ett gemensamt mål är en del av denna "tysta" kompetens som får företaget att förvandlas på det sätt långsiktig överlevnad kräver.

Kompetensen sitter hos de kreativa innovatörerna och entreprenörerna, på alla nivåer i företagen, upp till storföretagens ledning samt ägarna. Det är denna kompetens, att ideligen lyckas förvandla den gamla maskinen till en ny

²⁾ Morgan Gareth, *Images of Organization*, SAGE publications, Beverly Hills, London etc 1986.

maskin, som definierar framgång.

Kompetensen är positivt definierad. Om förvandlingsnumret inte lyckas, talar vi inte om kompetens. Alla företag som med bibehållen identitet kan se tillbaka på ett långt liv – det finns många sådana företag i vårt land – kan också peka på en gemensam erfarenhet; många kriser och lika många framgångsrika förvandlingsnummer.³⁾

ENTREPRENÖRER OCH ÄGARE

Sedan den industriella revolutionens början, i *Adam Smith's* England på 1700-talet, har litteraturen presenterat innovatören och entreprenören som de drivande krafterna bakom ekonomiskt framåtskridande och nationell ekonomisk välfärd. Entreprenörens nya, ofta oväntade, tekniska och organisatoriska lösningar krävde resurser för att kunna förverkligas. De nya lösningarna var definitionsmässigt obekanta, särskilt för finansierarna. Nya finansiella lösningar krävdes för att den industriella revolutionens alla affärsidéer skulle kunna förverkligas. *Ashton*⁴⁾ hävdade to m att det var finansiella innovationer, särskilt bildandet av aktiebolag, som sparkade igång den industriella revolutionen i England. De finansiella organisationerna gjorde det möjligt att samla tillräckligt med sparrresurser på en plats för att alla de innovatörer/entreprenörer som legat och tryckt skulle komma loss.

UTTRYCKT I KLARTEXT

När finansiella innovationer skapade nya möjligheter att bli väldigt rik, så kommersialiserades det väldiga, slumrande tekniska kunskanden som det tidigare inte funnits incitament att göra affärer av. Kunskapen om det nya spreds genom marknaderna. Aktiemarknaden, finansieraren och ägaren, den senare i egenskap av en social-ekonomisk innovatör, sattes plötsligt i centrum för den realekonomiska utvecklingen. (Hur skall vi mot denna bakgrund se på ett liknande fenomen i USA, nämligen "the raider" som med nya finansiella instrument som bas (blå "junk bonds") håller på att "reshape corporate America".)

Citaten kommer direkt från affärstidskrifterna. Låt oss lägga denna observation på minnet för den senare diskussionen av vad som just håller på att hända i västvärldens finanssystem.)

Medan en skara ekonomer, med *Joseph Schumpeter* som förgrundsfigur och en förankring i ingenjörsvetenskapen, betonat de tekniska idéernas och de tekniska innovationernas betydelse för att hålla tillväxten igång, har en majoritet ekonomer lägrat sig på det motsatta fältet. De tekniska lösningarna finns potentiellt där, det gäller bara att leta rätt på dem, organisera de ekonomiska incitamenten och ordna finansiering så att affärerna kommer igång. Eftersom informationen om de tekniska möjligheterna är ojämnt (asymmetriskt) fördelad handlar det om att konstruera "kontrakt", som reglerar användningen av de innovationer man informerat sig om samt fördelningen av innovationernas avkastning (incitamenten).

Så här långt kommen i diskussionen tror jag, att jag har en stor skara av verklighetens män och kvinnor med mig. Möjligheten till ekonomisk utveckling och produktivitetstillväxt bygger på teknologi, men det är ekonomiska och sociala mekanismer som avgör hur teknologin utnyttjas och hur stor tillväxten blir.

Det sunda förnuft som låg till grund för de tidigare formuleringarna om ekonomin och finansieringen bakom ekonomins tillväxt har under senare år modellerats matematiskt under alltmer förfinade former. Sökandet efter ekonomiskt motiverade, nya tekniska lösningar kostar och resultatet är osäkra. För att komma tillräta med detta problem antas särskilda marknader för risk finnas. Industriellt företagande presenteras som dragningar från ett gigantiskt lotteri med kända odds. Ägarna (finansierarna) kan då sprida sina risker via diversifierade portföljer, men resurserna kan ändå koncentreras till speciella användningar, under en företagslednings ansvar, därför att marknaden möjliggör att många finansierares resurser samlas på ett ställe.

Denna förfinade analys leder dock, om den hårdras, till att ägarna tenderar att försvinna som ekonomiska aktörer av någon betydelse, utöver rollen som sparare. Det är den effektiva marknaden som betonas, inte ägarnas kompetens att påverka och förändra företaget som kontrollörer av att deras insatta pengar förvaltas räntabelt. Varje ägare sprider sin portfölj på ett stort antal företag. Gillar ägaren inte ett

³⁾ Se *Industriell utveckling i Sverige*, IUI, Stockholm 1980, s. 69–133. *Hur styrs storföretag*, IUI, Stockholm 1984, samt *Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri*, IUI 1988.

⁴⁾ *Ashton, T.S. 1948, The Industrial Revolution 1760–1830, London.*

företag kan han/hon sälja av och dra sig ur (rösta med fötterna). Ågarnas och finansiärernas roll reduceras till riskhantering, dvs till problemet att få rätt sammansättning på sina värdepappersportföljer. Den stora och mycket differentierade amerikanska kapitalmarknaden tjänar som förebild för denna typ av teoribildning. Ett väldigt litteraturflöde, i vilket detta budskap förmedlas i mer eller mindre extrem form, har under de senaste två decennierna formligen vället fram ur facktidskrifterna.⁵⁾

Denna teori har ytterligare förfinats i så måtto att även företagets forskning och produktutveckling å ena sidan, och tillverkning och marknadsföring å den andra fragmenterats upp i marknader på specialiserade underleverantörer av olika slag. När denna förfining förts tillräckligt långt är det på vidden att även företaget som ekonomisk institution bleknar i betydelse. Marknaden bör ju, lika väl som företagets byråkratier, kunna klara den koordinering av teknisk utveckling, tillverkning, marknadsföring och distribution som normalt sköts administrativt inom det företag som är definierat som en finansiell beslutsorganisation i en verksamhetsberättelse.

Ser vi oss omkring och betraktar vad som händer inom den industriella världen finns det dessutom illustrationer att hämta. Det privata näringslivet håller (till skillnad från den offentliga sektorn, som inte förändras) på att struktureras om till oigenkännlighet. Tjänsteproduktion och varutillverkning kan inte längre hållas isär.⁶⁾ Företagen bryts sönder och kombinerar om sig, och såväl vinster som högre produktivitet skapas!

Jag tänker ta 1987 års händelse på världens aktiemarknader, och det under senare år våldsamt innovativa amerikanska finanssystemet, som utgångspunkt för en diskussion av hur man skall ställa sig i ovan nämnda "teoretiska" fråga. Svaret är inte "akademiskt" – det är grundläggande. Den moderna finansteoris synsätt påverkar affärslagstiftningen och har varit klart moralbildande i den politiska debatten om bla "insider trading".⁷⁾ Att den framgångsrike företagsledaren uppfattar sig själv som en kompetent kraft, som bidrar till den ekonomiska utvecklingen och som inte utan vidare kan ersättas, är naturligt. Att han av de skriftlärde i akademiernas

elfenbenstorn presenteras som "statistiskt brus" som finns i tillräcklig omfattning och kvalitet, bara politikerna klarar att organisera marknaderna rätt är sannolikt inte bekant för honom själv. Litteraturen är inte lättillgänglig, men det finns uttolkare, som sprider budskapet till den församling som läser; lärare, mediafolk och lagstiftare, dvs den etikbildande klassen. (Så nog behöver VD läsa böcker; men inte för att lära sig sköta sitt företag utan för att orientera sig i den politiska miljö som från alla håll tränger sig allt hårdare på honom, och som tar alltmer av hans uppmärksamhet i anspråk.)

DEN EXPERIMENTELLET ORGANISERADE EKONOMIN

Den verklighet som jag just presenterat är den bild man får om man tar på sig en viss sorts teoretiska glasögon som paketerar fakta på ett visst sätt. Framför allt förmedlas föreställningen att marknaderna ordnar allt. Vi behöver inte fundera på hur det går till bara att de finns, och det antar vi. Detta visar sig vara en något lättvindig inställning efter det vi tittat närmare på vad som sker på dessa marknader.

För det första kan vi då konstatera att gränssnittet mellan de tekniska, varuproducerande och de finansiella marknaderna är ett väldigt, men svårdefinierat ekonomiskt aktionsfält, som huvudsakligen sysslar med informationshantering i olika former och där betydande ekonomiska resurser förbrukas.⁸⁾

För det andra illustreras i detta gränssnitt den ekonomiska marknadsdynamikens karaktär av en experimentell process, vars innehåll till stora delar icke kan förutses. Den bilden bygger i sin tur på föreställningen om en oändlig mängd teknologiskt baserade affärsmöjligheter, som tappas av i den takt olika länders eller företags lokala affärskunnande gör det möjligt. Till en stor del handlar denna avtappning om sökande, experimenterande och en förmåga att snabbt identifiera och skilja lyckade försök från misslyckade försök samt korrigera misstag. Ju mer intensivt detta sökande, desto mer dynamiskt vital är ekonomin. Företag som gör lyckade experiment får tillfälliga monopolvinster, till dess någon konkurrent kommit på något bättre. Det är konsten (kompetensen) att kreativt och effektivt styra den experimentma-

⁵⁾ En typisk exponent för detta synsätt är Fama E.F. Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, Vol. 88 (April), 1980, pp. 288-307 samt Jensen, M. C. - Ruback, R. S., The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11 (April), pp. 5-50.

⁶⁾ Se *Kunskap, information och tjänster - En studie av svenska industriföretag*, IUI, Stockholm 1986.

⁷⁾ Se bla Gilson, R.-Kraakman, R.H., 1984, The Mechanisms of Market Efficiency, *Virginia Law Review* (May), pp. 549-644. Se också diskussionen i kapitlet I och II i IUI-boken *Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri*, IUI, Stockholm 1988.

⁸⁾ Se *Kunskap, information och tjänster*, IUI, op. cit.

skin som kallas företag i den teknologiska konkurrensen, som traditionellt associeras med begrepp som innovatör, entreprenör och ägare. Resultatet av deras verksamhet, efter det att andra kontraktsevenligt avlönade arbetsinsatser fått sitt, dyker upp i företagets resultaträkning som en på visst sätt definierad vinst, en ersättning för risktagande och kompetensinsats, men inte för arbetstimmar och tillverkningsutrustning.

Innovatören antas vanligtvis arbeta i liten skala, på en teknisk nivå, ofta inne i ett företag. Entreprenören är den som på en innovation bygger ett företag, och den (dynamiske) ägaren är den person, eller den grupp personer som, "förvandlar" existerande företag till nya organisationer, rustade att klara en ny typ av konkurrens på nya marknader.

Medan ägaren i den klassiska teorin reducerats till finansiär och i bästa fall risktagare, som genom koncentration av ägandet har fått alldeles för stor makt, blir ägaren i den experimentellt organiserade ekonomin, särskilt den dominante ägaren, en del av entreprenörsfunktionen, och den centrala representanten för den tysta organisatoriska kompetens, som på hög nivå förvandlar företagen, ibland med framgång, men ofta utan framgång. Under den intensiva teknologiska konkurrens som kännetecknar de internationella marknader där större delen av svensk industri opererar,⁹⁾ leder passivitet och oförmåga på den högsta entreprenörsnivån till att företagets värde snabbt försvinner, därför att den unika kompetens som tidigare opererade på denna nivå inte längre finns där.

Den bild av affärlivets grunder som jag just har förmedlat bygger på en viss föreställning om verkligheten som skiljer sig från den "modell" som ligger till grund för traditionell ekonomisk teori. Det avgörande är hur förutsebar verkligheten är. Den traditionella teorin bygger på föreställningen att man alltid kan bli så informerad som krävs för att göra upp en central plan och fatta ett optimalt beslut. Någon slags "sanning" existerar, som man kan göra sig underrättad om.

I den alternativa ekonomiska modellens experimentella marknadsmiljö blir företaget en experimentmaskin, som måste agera

snabbt och på osäkert beslutsunderlag, men samtidigt vara expert på att snabbt identifiera och effektivt korrigera misstag.

De svenska storföretagen spred under 60-talet sina resurser över ett brett område, dels som en försäkring för konjunkturens och marknadernas nyckfullhet, dels som en metod att med nya "försöksodlingar" bygga grunden för framtida lönsamhet. Dessa strategiska planer var väldefinierade till sitt innehåll och klara i sin presentation. Vad ledningen inte klarade var – trots divisionalisering och andra organisatoriskt baserade informationssystem – att hålla ihop och kontrollera alltför olikartade verksamheter. Korrigeringen sedan sent 70-tal har varit snabb och effektiv; koncentration och återgång till det etablerade kompetensområdet.

AKTIEMARKNADENS TRANSAKTIONER I NUVÄRDEN

Aktiemarknadens uppgift är att sätta ett värde på företagen, dvs ett nuvärde på företagets förväntade vinst eller utdelningsström. Detta är i grund och botten samma sak som en värdering av den kompetens eller det mänskliga kapital som styr företagets centrala beslut. Aktiemarknadens värden, noterade och/eller realiserade, utgör därför en viktig del av denna grupp människors ersättning för sina insatser.

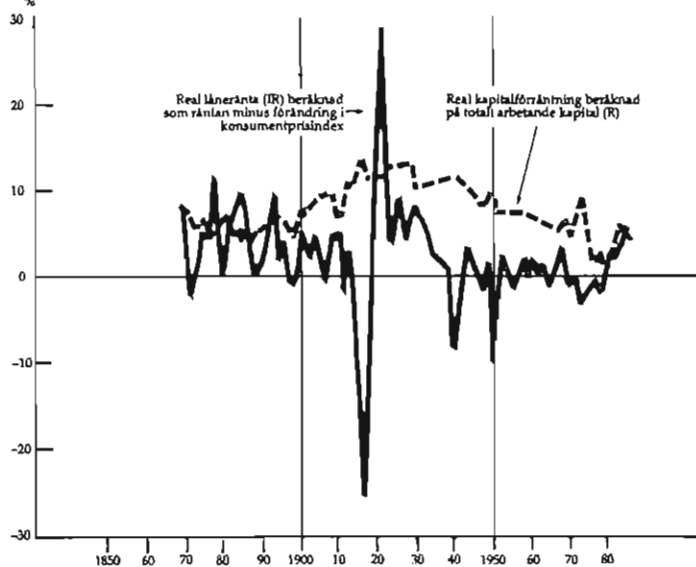
Vi kan precisera dessa nuvärden ytterligare. Den framtida vinstströmmen, ur vilken utdelningarna skall tas, är överskottet efter det att kontraktsevenligt ersättning för varor, tjänster och avlönad arbetsinsats, samt räntor för nominella lån betalats. Denna residualvinst skall täcka ränte- och risksättning för det insatta egna kapitalet. I medeltal har inte mycket därutöver återstått, annat än under de exceptionella förhållanden som kännetecknat efterkrigstiden.

Under efterkrigstiden låg den inflationskorrigerade låneräntan obetydligt över nollstrecket. Perioden inleddes med en inflationskorrigerad kapitalförräntning långt däröver, som sedan visade en fallande trend fram till 70-talets krisår (se figur 1B). I ett historiskt perspektiv har skillnaden mellan industrikapitalets förräntning i medeltal och låneräntan varit positiv, med en obetydlig marginal (se figur 1A). Riskkapitalets ersätt-

⁹⁾ Se De svenska storföretagen – en studie av internationaliseringens konsekvenser för den svenska ekonomin, IUI, Stockholm 1985.

Figur 1. Real kapitalförrentning (R) och inflationskorrigerad låneränta (IR) i industrin

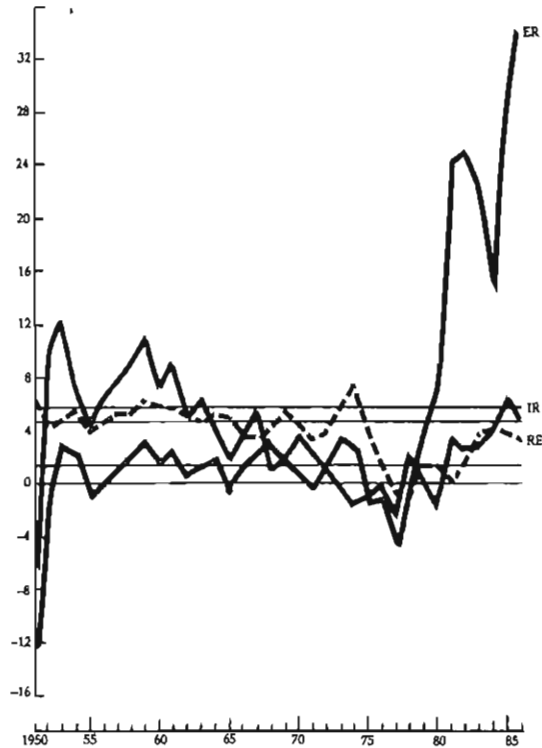
Figur 1A. 1870-1980



Vinsmåttet i detta diagram innehåller realiserade lagervinster.

Källa: Industriell utveckling i Sverige. Teori och verklighet under ett sekel (red. E. Dahmén och G. Eliasson), IUI Stockholm 1980

Figur 1B. 1951-1986. Real förrentning av eget kapital (RE), effektiv avkastning på aktier (ER) samt inflationskorrigerad låneränta (IR) i industrin.



ER = Effektiv avkastning, d vs börsvärdets ökning + utdelning i procent av börsvärdet, korrigerat för inflation.

IR = Real ränta på långa industriobligationer

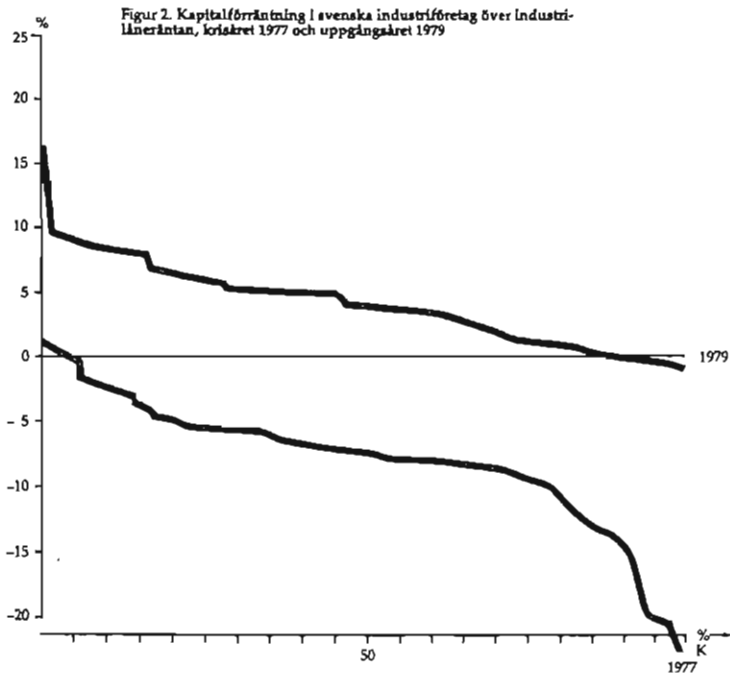
RE = Real förrentning på eget kapital, exklusive realiserade lagervinster.

Anm: De horisontella linjerna är genomsnitt för åren 1952-1972.

Källa: Expansion, utveckling och företagsvärdering i svensk industri, IUI, Stockholm 1988.

ning för risk har därför – om vi bortser från den period när statsmakten med politik (regleringar) och inflationens hjälp höll ”mark-

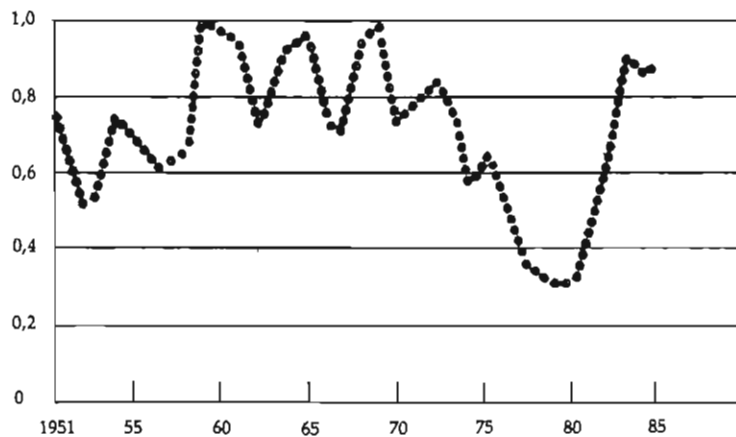
nadsräntan” under vad som skulle kunna kallas ett jämviktsläge – inte varit överväldigande. Även om ersättningen för risk och kompe-



Anm: Figuren skall läsas så här. På den vertikala axeln visas med hur många procentenheter den nominella förräntningen av det totala kapitalet översteg den nominella räntan på industrilån. På den horisontella axeln visas hur dessa förräntningstal fördelar sig över de enskilda industriföretagen. Kurvan är kumulerad, vilket innebär att man på den vertikala axeln kan läsa av hur stor andel av det totalt arbetande kapitalet som förräntas med minst det procenttal som kan avläsas på den vertikala axeln. 1979 nådde nästan hela kapitalbeståndet i industrin en förräntning överstigande låneräntan. Krisåret 1977 lyckades endast en bråkdel av kapitalbeståndet uppnå en förräntning överstigande industrilåneräntan.

Källa: MOSES Data Base, se Eliasson, G. The Firm and Financial Markets in the Swedish Micro-to-Macro Model – Theory, Model and Verification, IUI Stockholm, 1985, s 370.

Figur 3. q-värden i svensk industri 1951–1985



Anm: q-värdet är kvoten mellan marknadsvärdet och substansvärdet. Substansvärdet är återanskaffningsvärderat kapital efter avdrag för kumulerade avskrivningar.

Källa: Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri, IUI, Stockholm 1988.

tens i snitt varit minimal så har fördelningen varit desto ojämnare, med mycket hög positiv avkastning och mycket låg negativ avkastning (se figur 2).

I förväg (eller ex ante som vi ekonomer brukar kalla det) bör man därför utgå ifrån att de flesta aktörer i marknaden förväntar sig en klar och betydande överförräntning på sin insats, därför att den utöver räntan och risksättningen även skall ersätta den kompetens ägarna bidrar med.

Vilka "ägare" talar vi egentligen om, och vad är det för slags "kompetens" de tillhandahåller? Inom den moderna finansiellitteraturen finns som nämnts en skola, som vill relegera begreppen "ägare", i egenskap av risktagare och "entreprenör" i form av förnyare till en undanskymd plats. Bägges tjänster antas kunna köpas i marknaden. Denna litteratur gör – utan att tala ur skägget – ett antagande, nämligen att dessa marknader existerar. För att en marknad skall existera måste minst två villkor vara uppfyllda:

- ① "Kunnandet" skall kunna köpas i kodad form – i lösvikt.
- ② minst två leverantörer måste finnas.

Utan minst två leverantörer har vi, förutsättning ②, ingen marknad. För att produkten ("information"), förutsättning ①, skall kunna köpas i marknaden måste den kunna kodas och frigöras från den människa, eller den grupp människor, som står för kompetensen. För att ta ett extremt fall: Det skall dels gå att författa en "bruksanvisning" för IBM, dels gå att använda bruksanvisningen utan att anställa IBMs egen personal.

Antag nu att någon viktig "entreprenörstjänst" skall inhandlas i marknaden. Enligt Fama (op. cit. 1980) går det alldeles utmärkt. Inköpet förutsätter då ett val mellan minst två leverantörer av denna tjänst. Det valet kräver kompetens. OK, säger då Fama, låt oss hyra in även denna kompetens. Vi tar om proceduren igen. Någonstans krävs till sist en ultimativ kompetens att göra det sista valet i företaget. Praktiskt taget alltid handlar detta val om att välja och att tillsätta högre befattningshavare i ett företag, d v s att tillsätta bärare av den kompetens som är knuten till människan och som är tyst ("tacit") för att använda en term som härrör från psykologin.

Den slutliga kompetens som vi fört in och som dominerar vid bestämningen av de nuvärden en informerad aktiemarknad sätter, har alltså att göra med kompetensen att organisera dugliga människor i företagets högsta ledning (en del av ägarkompetensen), samt förmågan till kreativ industriell förnyelse (innovatörer, entreprenörer). Framgång under bägge dessa "konton" kommer till uttryck i form av höga värden på företagets substans, när aktiemarknaden förstått. Hur korrekt det ekonomiska värdet av kompetensen sätts, beror på hur "effektiv" marknaden är.

Det jag sagt innebär att de aktörer som går under beteckningen innovatörer, entreprenörer och ägare härletts på samma argument, nämligen som representanter för en positiv produktionsinsats som går utöver informationsbegreppet, och som därför inte är en handelsvara i marknaden – den innovativa kompetensen. En innovatör associeras normalt med tekniska förändringar i produkter eller processer, medan en entreprenör är den som i något större skala gör något nytt industriellt av innovationen. Joseph Schumpeter såg entreprenören som den som startade ett "företag", till exempel kring en innovation. Definitionen av innovatörens och entreprenörens arbetsfält kan därför göras mycket bred. I detta sammanhang ser jag ingen anledning att hitta på en ny beteckning när vi kommer upp på den höga nivå som omstrukturering och omkombinering av hela företag innebär. Ekonomiskt blir konsekvenserna – om omstruktureringen lyckas – desamma. En ökning av företagets förräntning av sitt kapital uppnås.

HUR INFORMERAD ÄR AKTIEMARKNADEN NÄR VERKLIGHETEN DRÄMMER TILL?

Vi har fört in ägarens kompetens i diskussionen, som den kompetens ägaren bidrar med utöver den risk han dessutom tar. Alternativ teori har betonat den kompetens som finns samlad i informerade, effektiva marknader för värdering av just företagets kompetens. (Vi har också påpekat att företagets värde beror av hur informerad marknaden är om denna kompetens, men att om andra konkurrenter kan bli

informerade, inte om kompetensens existens, utan om dess innehåll, så sjunker det ekonomiska värdet på samma kompetens.)

Vi har också framhållit hur viktigt det är att marknaderna är välinformerade. Annars kan ju särskilt informerade personer ("insiders") göra oförtjänta vinster.

Hur informerad har den svenska aktiemarknaden varit? Figur 3 (sidan 17) visar utvecklingen av sk q-värden i svensk industri. Ett q-värde är kvoten mellan marknadens värdering av företagen och företagens substans, i diagrammet återanskaffningsvärderat efter avdrag för ekonomiska avskrivningar.

Uppenbarligen har aktiemarknadens värdering av svensk industris substansvärden fluktuerat mycket kraftigt. De har nästan alltid legat klart under hundra procent. Det senare innebär att nuvärdet av de framtida vinster, eller utdelningar, som dessa substansvärden förväntas skapa i marknaden värderas lägre än kapitalinsatsens dagsvärde. Detta ser inte bra ut, och är ej heller bra. Delvis förklaras marknadens låga värdering av företagens substansvärden av osäkerhet om framtiden, och av en "riskovillig" marknad. Men den viktigaste förklaringen står att finna i det svenska skattesystemet. En del av avkastningen exproprieras av den offentliga sektorn. Att investeringarna ändå fortsätter beror på att även investeringarna "subventioneras" av skattesystemet.

Bilden visar dock att det ofta varit en god affär att köpa använd substans i redan existerande företag – dvs att köpa ett företag med redan installerad maskinutrustning – istället för att nyinvestera.

Ännu mer anmärkningsvärt är q-värdenas instabila utveckling över tiden, från tal strax under hundra procent under 60-talet till orimligt låga tal kring trettio procent under sent 70-tal (krisåren).

Bilden blir ännu mer dramatisk om vi ser på den effektiva avkastningen (ER) i figur 1B. Den effektiva avkastningen är den årliga ökningen i börsens värdering av substansen plus utdelningen i procent av börsvärdet, korrigerat för inflation. Efter de svåra åren på 70-talet förmligen exploderade börsen mot årtiondets slut.

Kan en marknad som uppträder på detta sätt anses vara informerad och effektiv?

Den moderna finasteorins tolkning är att marknaden är informerad från dag till dag, så när som på ett visst mått av statistisk osäkerhet. När oväntade händelser uppträder, leder de till omedelbara revisioner i marknadens nuvärden, så snart händelsen blivit känd. Fusionen mellan ASEA och BBC är en sådan händelse. Börskraschen i New York är en annan. Marknadsanalytikern följer dag för dag publiceringen av nya meddelanden på sina Reuterskärmar. Händelser av betydelse skall leda till omedelbara anpassningar i marknadens värderingar av företaget. Då är marknaden effektiv.

På denna punkt kan man konstatera att förmågan att vara informerad på kapitalmarknaden kräver en oerhörd kunskap om den nationella ekonomins samlade dynamik, från mikroplanet till makro och från makroplanet tillbaka till mikro; en kunnighet, skulle jag vilja tillägga, som ingen besitter, och då framför allt inte de traders, som rusar fram och tillbaka på marknadsgolven. De har inte någon möjlighet att från denna lokala utkikspunkt och under rådande brådska få den helhetsbild som krävs.

Sannolikheten är därför betydande att aktiemarknaden har en utpräglad benägenhet att reagera på pseudohändelser i stället för på väsentligheter. Det väldiga intresse som marknadsaktörerna tillmäter den senaste (osäkra) konjunkturprognosen och de senaste produktivitetstalen från Statistiska Centralbyrån stöder denna syn. Men oavsett detta, så är konstaterandet fundamentalt. Om marknaden fungerar på detta sätt så är detta faktum en viktig reell omständighet att beakta, eftersom marknadens värdesättning har betydande konsekvenser för den reala ekonomiska utvecklingen.

MARKNADENS STÄMNINGSLÄGE ÄNDRAR BELÖNINGARNA

En händelse av stor betydelse är förändringar i **marknadens stämningssläge**. Låt oss först ta ett historiskt perspektiv. Sedan 60-talets mitt ingrep statsmakten allt hårdare i ekonomin i inkomst- och förmögenhetsutjämnande syfte. En allmän pessimism lägrade sig över marknaderna för förmögenhetsobjekt. Många debattörer hävdade att det privata företagsägandet var över. Många trodde

på detta. Pengarna flydde börsen, in i inflationssäkra objekt, som i takt med inflationen blev allt högre värderade, tex fastigheter. Politiken blev självuppfyllande tycktes det då. Kapitalägarnas kapitalvärden nedvärderades av dem själva. De som gick ur och in i rätt förmögenhetsobjekt i tid blev dock förmögna. De som gick in och ur i otid förlorade.

Gradvis började dock insikten att någonting orimligt höll på att inträffa att sprida sig. En realekonomisk kris stod för dörren kring mitten av 70-talet, delvis förorsakad av politikerna själva. Sysselsättningen var hotad. Industrin, som var den stora direkte och indirekte sysselsättaren, kunde inte behandlas hur som helst. De insiktsfulla började flytta sina förmögenheter från fastigheter tillbaka till aktiemarknaden, just som statsmakten drämde till med en hårdare beskattning av fastigheter, där ägaren på grund av skatter och inflation gjort så kallade "oförtjänta" vinster, men sänkte skatten på aktievinster. Fastighetspriserna stagnerade. Samtidigt sköt q-värdena i höjden (se Figur 3). De som gick in och ur i tid vann. De som gjorde tvärtom förlorade. Offentlig politik i kombination med en "informerad" aktiemarknad hade över en 20-årsperiod åstadkommit århundradets förmögenhetsomfördelning bland svenska familjer och mellan det offentliga och det privata.

Vad kapitalmarknaden och statsmakten gemensamt kapitalt misslyckades med var att blicka bortom den årshorisont som förutseende kräver. De som var informerade, eller snarare insiktsfulla, var en liten grupp, som sedan informerade resten av marknaden genom att göra affärer, som blev goda affärer när marknaden som helhet reagerade på det faktum att de gjorde affärer. Resultaten av trettio års utjämningspolitik och politiska ambitioner att samla nationalförmögenheten i det offentliga hägn raderades ut under ett par decennier. Vi hör inte längre talas om sådana ambitioner.

AKTIEMARKNADENS MARODÖRER FÖRÄNDRAR EKONOMIN

Av det ovan sagda framgår att aktiemarknaden som sådan sällan kan befinna sig i jämvikt. Jämvikt

förutsätter att marknaden är mycket informerad, att oväntade händelser av betydande slag inte inträffar eller kan förutses, och att marknadsagenterna kan ta ett långsiktigt grepp.

Men även om flertalet agenter på aktiemarknaden lever en dag-för-dag-tillvaro, så måste det finnas några få som känner sig särskilt informerade och blickar längre in i framtiden. Det kan vara storföretagens ägare, företagets ledning eller utomstående personer. De kan ha bättre information om hur företaget går just nu. De kan ha en bättre idé om hur företaget bör skötas. De kan ha en annorlunda syn på den allmänna ekonomiska och politiska situationen.

Under de marknadsbetingelser som Figurerna 2 och 3 visar bör utomordentliga möjligheter att göra affärer i förmögenhetsvärden på mikroplanet då och då råda. Felvärderade papper kan köpas till reapris. Vanskötta företag med stor lågförräntande substans kan köpas billigt och reorganiseras. Den första transaktionen är inte samhällsekonomiskt sämre än den andra.

Ingenting är så kostsamt för en ekonomi som att vara i fundamental obalans beroende på dålig marknadskoordinerings. Detta gällde hela 70-talet. Möjligheterna att göra goda affärer förbättras om finansmarknadens allmänna effektivitet höjs, dvs om stora finansiella resurser snabbt kan göras tillgängliga när låntagaren är villig att betala tillräckligt hög ränta. I detta avseende har enorma kapitalresurser kunnat frigöras med kort varsel i det amerikanska finanssystemet, tack vare en innovativ utveckling, särskilt på obligationsmarknaden, med högriskobligationer, sk "junk bonds", som främsta medium.

Kombinationen av felvärderade företag och stora, snabbt tillgängliga resurser (för en god affärsidé) har inneburit en våldsam omstrukturering av företagsstrukturerna i den amerikanska industrin. Företag har köpts, styckats upp och kombinerats om, i en takt som aldrig tidigare skådats. Företagsledningar har fått gå och nya lösningar kommit till. "The reshaping of corporate America" är en term som ofta hörts.

Man skulle kunna säga att det är en variant av den innovativa finansiella teknologi som Ashton (se ovan) ansåg sätter fart på den

industriella revolutionen i England. Vi har ännu inte sett mycket av denna nya "teknologi" i Europa, och särskilt inte i Sverige. Representanter såväl för det politiska etablissemanget som för näringslivet har dock varnat för att den amerikanska situationen skall inträffa i Sverige. Det är också min bestämda uppfattning att 90-talet kommer att innebära en radikal förändring i denna riktning allteftersom världens finanssystem integreras ytterligare.

Är detta en önskvärd utveckling? Aktieägarna i de övertagna företagen är i allmänhet mycket nöjda. De blir förmögnare. Ofta försöker de av uppköp hotade företagens ledning skydda sig med allehanda arrangemang, som oftast blir en god affär för "raidern", och som lämnar det hotade företaget i en besvärlig finansiell situation. Men en besvärlig finansiell situation kan ofta vara den nödvändiga kris, som tvingar ett illa skött företag att åtgärda sin situation. Och om marknaden skall styra så skall den ta av ett illa skött företag dess resurser, och gärna dela ut dem till ägarna. Därför har "raidern" ofta betraktats som de små aktieägarnas beskyddare.¹⁰⁾

LÅNG OCH KORT SIKT

Men frågan kvarstår. Var och hur fattas de långsiktiga besluten? Knappast på aktiemarknaden, knappast i de politiska spelrummen. Återstår familjen och företaget; institutioner som lever ett liv över generationsgränserna.

Man skulle kunna uttrycka sig så här. I den experimentellt organiserade ekonomin är begreppet **information inte väldefinierat**. Det väsentliga kunnandet är knutet till människan, grupper av människor eller den "kultur" som definierar ett företags operativa karaktär. Utöver detta är den information som kommuniceras, i kodad form, i marknaden eller på annat sätt, inte stabil till sitt innehåll. Tolkningen av omvärldens informations signaler beror till exempel av hur alla tolkar dessa signaler. Sann information existerar med andra ord inte. I en sådan ekonomisk miljö måste man vara beredd på häftiga, samlade revisioner i tolkningen av existerande data. Varje agent i marknaden måste vara beredd på att klara dessa risker. *Knights*¹¹⁾ definierade till exempel företaget som en

finansiell institution, organiserad för att hantera osäkerhet.

Tror man sig vara mer informerad än marknaden går man därför in med öppna ögon. Någon moral avseende "insider trading" har i den situationen inget berättigande. Vågar man inte kan man köpa indirekt i bättre risksäkrade institut, som tex investimentbolag, och i gengäld ta en lägre (efter korrigerig för risk) avkastning.

Om därför marknaden fredas från regler av etisk karaktär, så sprids tillgänglig information effektivast. Den slutliga invändning som då hörs gäller den effektiva marknads kortsynta inriktning på omedelbar avkastning, något som driver företagsledningen mot allt hårdare krav på snabb återbetalning av gjorda investeringar. Den långsiktiga framtiden gröps ur. Företagen blir "ihålliga", som Business Weeks uttryckte saken för något år sedan. Detta kan ju inte vara bra.

Det finns en återstående synpunkt till förmån för marknaden. Den typ av marknadsargument som litteraturen domineras av är "statisk", omedelbar effektivitet. Den dynamiska effektiviteten däremot är vad kapitalmarknaden, särskilt aktiemarknaden, bör kännetecknas av. I Irans basarer råder möjligen statisk effektivitet. **Dynamisk effektivitet finns bara i väl utvecklade marknadsekonomier, där generationerna knyts samman via djupa och diversifierade kapitalmarknader med många aktörer.** De enda marknader som någorlunda motsvarar denna beskrivning är det amerikanska och det internationella finanssystemet. Även om de flesta aktörerna i dessa marknader drivs av kortsiktiga intressen, så kommer det i en dynamisk, effektiv marknad alltid att finnas tillräckligt många insiktsfulla aktörer, som tjänar pengar på de närsynta investernas otålighet, och som därmed tillgodoser den långa siktens intressen.

Ett absolut krav på att sådana långsiktiga aktörer skall finnas är att en viss minimal grundtrygghet garanteras vad beträffar politiska beslut, särskilt gällande äganderätten. Om de vinster investeraren förväntar sig från en långsiktig satsning plötsligt exproprieras av en godtycklig statsmakt, blir det så småningom ingen långsiktig investering och ingen långsiktig finansiering.

¹⁰⁾ Se tex Jensen, M.C., 1985. When Unocal Won over Pickens, Shareholders and Society Lost. *Financier, the Journal of Private Sector Policy*, Vol. IX, No. 11 och Jensen, M.C., 1986. The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, Vol. 4, No. 2. Se även en mer fullständig översikt av litteraturen i Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri, IUI, Stockholm 1988, kapitlen I och II.

¹¹⁾ Knight, F., 1921. *Risk, Uncertainty and Profit*, Chicago.

Ett annat krav som är svårare att precisera är behovet av stora enskilda kapitalägare, med långsiktig uthållighet, som kan sätta sig över de omedelbara konsumtionsintressen som kännetecknar individer, familjer och politiska institutioner.

En stor del av litteraturen hävdar att stora finansiella organisationer, som försäkringsbolag och investeringsbolag, genom sin kapacitet att poola resurserna kan klara denna långsiktighet.

Vi har dock sett hur den största av alla institutioner, nämligen statsmakten, under 60-talet ställde krav på att vara den ende på detta sätt samhällsansvarige investeraren, med siktet inställt på lång sikt, för att sedan kapitalt misslyckas under 70-talet, och bränna bort stora delar av den offentliga förmögenheten på kortsiktig politik.

Jag har valt att inte göra mitt argument beroende av denna typ av premisser. De stora, enskilda ägarna har i det resonemang vi fört introducerats som en kompetensfaktor, inte som en sparare. De privata kapitalägarna får genom kapitalvinster betalt delvis för sitt risktagande, men framför allt för sin kompetensinsats.

Det intressanta är att de förändringar som håller på att inträffa i finanssystemet gör att denna individuella kompetens på ett helt

annat sätt än tidigare frigjorts.

"Junk bonds" har till exempel i USA i ett slag gjort oerhörda resurser omedelbart tillgängliga på basis av en god idé. Och det väsentliga är att det är marknadens agenter, som bedömer om idén är god, inte någon central prövare. Därmed garanteras den oförutsebarhet på mikroplanet som utgör den experimentellt organiserade ekonomins kännemärke och drivkraft.

Kraftkällan är det mänskliga kapital som innovatörer, entreprenörer och ägare bidrar med.

Det är naturligtvis bra om det skrivs böcker om dessa marknaders tillväxtskapande agenter, men inte om hur de bör agera, ty det vet de inte själva förrän de gjort sitt experiment, än mindre några bokförfattare. Böckerna skall handla om hur de gått tillväga, dvs historisk analys. Från denna grund får sedan var och en som tror sig veta, och som vågar, pröva själv. Det är därför tråkigt att man i den väldiga företagsekonomiska bokflod som svämmar över bokhandelsdiskarna finner så lite om de europeiska, särskilt de svenska, företagets anpassning till 80-talets nya konkurrensbetingelser. Jag tror de amerikanska läsarna har minst lika mycket att lära av oss som vi har av de amerikanska erfarenheterna.



Nya böcker från IUI

EXPANSION, AVVECKLING OCH FÖRETAGSVÄRDERING I SVENSK INDUSTRI
- en studie av ägarformens och finansmarknadernas betydelse för strukturomvandlingen
av Johan Örtengren, Thomas Lindberg, Lars Jagrén, Gunnar Eliasson,
Per-Olof Bjuggren och Lotta Björklund

Denna skrift studerar ägarnas organisatoriska kompetens bakom strukturomvandlingen, bakom företagssamgåenden, företagsövertaganden och företagsupplösning. En experimentellt organiserad marknadsekonomi vars konkurrensförutsättningar grundas på unikt företagskunnande presenteras. Hur effektiv är aktiemarknaden i en sådan ekonomi som värderingsinstrument och resursomfördelare? Är aktiemarknadens "marodörer" en effektivitetsfaktor eller förmögenhetsomfördelare?

Bland övriga problem som studeras kan nämnas företagens födelse, expansion och avveckling. Vad har ägarna betytt för bulkkemiproducenternas förmåga att bli kunskapsintensiva specialkemiföretag? Har företagsform och ägare spelat någon roll för skogsindustriföretagens lönsamhet? Och hur har företagen värderats av marknadens experter? Vad händer när staten går in som ägare?

Boken innehåller 455 sidor och kostar 380 kr inkl moms.

FINANSIELL INTEGRATION
- en studie av svenska marknadens internationella beroende
av Lars Oxelheim

Lars Oxelheim beskriver i denna omfattande undersökning hur den svenska finansmarknaden styrs av händelserna på världsmarknaden. Han visar hur svenska räntor är kopplade till utländska räntor och med vilken eftersläpning utländska ränteändringar fortplantar sig till svenska räntor. Undersökningen redovisar också graden av effektivitet i olika segment av den svenska kapitalmarknaden och förekomsten av incitament för internationellt räntearbitrage.

Boken utgör ett viktigt dokument av praktiskt värde för beslutsfattare inom företag, banker och i politiken. Genom att visa på ett nytt sätt att mäta finansiell integration är boken också av stort akademiskt intresse.

Boken innehåller 387 sidor och kostar bunden 380 kr, häftad 250 kr, inkl moms.

Till Industriens Utredningsinstitut
Box 5501, 114 85 STOCKHOLM

Härmed beställes:

..... ex Expansion, avveckling och företagsvärdering
i svensk industri. 380 kr inkl moms.

..... ex Finansiell integration
 bunden 380 kr inkl moms.
 häftad 250 kr inkl moms.

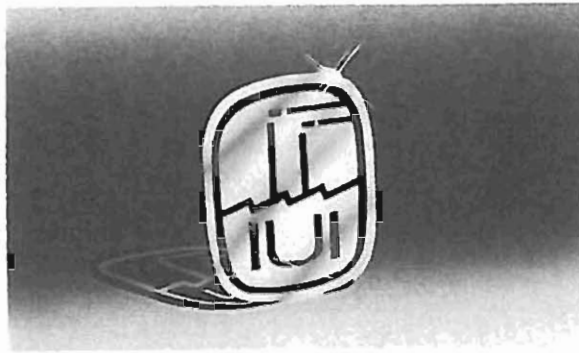
Porto- och hanteringsavgift på 30 kr per beställning tillkommer.

OBS! IUIs mängdrabatt!
Vid köp av mer än 5 ex av samma bok erhålls 25% rabatt. På beställningar som överstiger 2 000 kr erhålls 50% rabatt på det överskjutande beloppet.

Namn:

Adress:

Postadress:



Utgivna publikationer

Fullständig förteckning över utgivna skrifter kan erhållas på begäran.

Publikationer på engelska

1988

Factor Demand in Swedish Manufacturing: Econometric Analyses. Joyce Dargay. Research Report No. 34. 138 pp.

The Knowledge Base of an Industrial Economy. Gunnar Eliasson. Research Report No. 33. 100 pp.

The Political Economy of the Welfare State. James Buchanan. 31 pp.

Publikationer på svenska

1988

Den svenska industrins utlandsinvesteringar 1960–1986. Birgitta Swedenborg, Göran Johansson-Grahn, Mats Kinnwall. 208 s.

Finansiell integration – en studie av svenska marknadens internationella beroende. Lars Oxelheim. 387 s.

Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri. En studie av ägarformens och finansmarknadernas betydelse för strukturomvandlingen. Johan Örtengren m fl. 455 s.