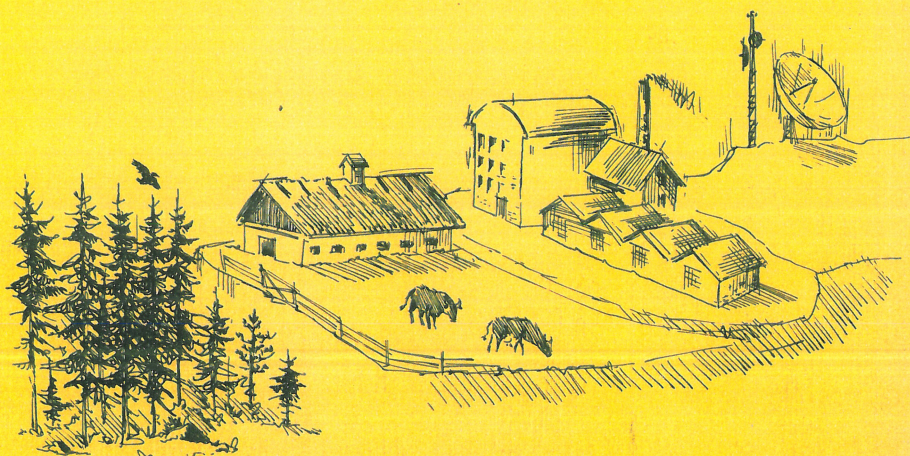


EXPANSION AVVECKLING FÖRETAGSVÄRDERING i svensk industri

EN STUDIE AV ÄGARFORMENS OCH
FINANSMARKNADERNAS BETYDELSE
FÖR STRUKTUROMVANDLINGEN



JOHAN ÖRTENGREN

THOMAS LINDBERG

LARS JAGRÉN

GUNNAR ELIASSON

PER-OLOF BJUGGREN

LOTTA BJÖRKLUND



Industriens Utredningsinstitut

Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk
industri
– en studie av ägarformens och finansmarknadernas
betydelse för strukturomvandlingen

Industriens Utredningsinstitut

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*

Distribution: Almqvist & Wiksell International, Stockholm

Industriens Utredningsinstitut, 1988

Citering ur denna bok är tillåten om följande uppgifter anges:
Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri – en studie av ägarformens och finansmarknadernas betydelse för strukturomvandlingen, Industriens Utredningsinstitut, Stockholm 1988.

ISBN: 91-7204-299-0

Omslag: Stefan Lehtilä Tecknare AB

Förord

Denna skrift avslutar på ett naturligt sätt de många industristudier som sedan slutet av 70-talet inom institutet introducerat studiet av hela den svenska ekonomins beteende från modeller om beslutsfattandet i företagen. En sådan analys kräver hänsynstagande till bl a företagets beteende och hur teknologisk konkurrens fungerar på internationella marknader för specialprodukter. Samtidigt inleder denna studie ett nytt forskningsprogram om ägarfunktionens betydelse för en marknadsekonomis organisationsformer och effektivitet. Studiet av innovationer och finansiell analys – två forskningsfält som hittills haft få beröringspunkter – tvingas därför att mötas under samma rubrik. Hur kanaliseras resurser till företagets innovativa utveckling, förnyelse och tekniska förändring, kort sagt till entreprenörsfunktionen, när givare och mottagare av finansiella resurser är mycket ofullständigt informerade om varandra och risktagandet är stort?

Institutet vill tacka Bo Carlsson, Thomas Lindh, Michael Lundholm, Per-Martin Meyerson, Sten Nyberg, Jan Södersten, Clas Wihlborg och Bengt-Christer Ysander för värdefulla synpunkter vid olika stadier i seminariebehandlingen av denna bok.

Stockholm i januari 1988

Gunnar Eliasson

Innehåll	Sida
DEL I	
SAMMANFATTNING OCH TEORIÖVERSIKT	
I	Ägarrollen, innovatörerna och förnyelsen av svensk industri
	av Gunnar Eliasson och Thomas Lindberg 9
II	Ägare, entreprenörer och kapitalmarknadens organisation – en teoretisk presentation och översikt
	av Gunnar Eliasson 111
DEL II	
SPECIALSTUDIER	
III	Företagens tillväxt i ett historiskt perspektiv
	av Lars Jagrén 233
IV	Krisföretagen, industristödet och staten som företagare
	av Johan Örtengren 287
V	Specialkemikalier – en tillväxtmarknad?
	av Lotta Björklund 351
VI	Ägande och effektivitet inom svensk skogsindustri 1970–1984
	av Per-Olof Bjuggren 417

*DEL I
SAMMANFATTNING OCH TEORIÖVERSIKT*

Kapitel I

Ägarrollen, innovatörerna och förnyelsen av svensk industri

av Gunnar Eliasson och Thomas Lindberg

Innehåll	Sida
1 Inledning – ägarkompetensen i den experimentellt organiserade ekonomin	13
2 Innovationer och ekonomisk tillväxt	15
2.1 Vad vet vi?	15
2.2 Hur slås långsiktiga broar mellan finansiär och entreprenör?	17
2.3 Det forskningsteoretiska läget – något om modern och gammal teori	19
2.4 Innovationer, teknisk utveckling och ekonomisk tillväxt	20
2.5 Teknologisk konkurrens sätter kapitalmarknaden i centrum	22
2.6 Kunskaper sätter den övre gränsen	23
2.7 Ägarkapitalets organisation	24
3 Hur organiserar företaget sitt beslutsfattande? – en enkel modell	25
4 Förvandling och nyskapande – hur ser det ut i svensk industri?	29
4.1 Några kännetecken	29
4.2 Är förnyelseaktiviteten tillräcklig?	30
4.3 Kontraktets utformning och den reala utvecklingen	32
4.4 Den ”mjuka” industrin förutsätter en innovativ kapitalmarknad	33
4.5 Har utsorteringen av dåliga företag varit tillräckligt snabb?	35
4.6 Makroeffekterna av det statliga ägandet	37
5 Ägande, förnyelse och marknaden för företagens värdering	39
5.1 Är ägandet ett problem värt att särskilt studera?	39
5.2 Fördelningen – ägarnas kontrakt	40
5.3 Marknaden som kravställare	40
5.4 Skalfördelar och riskkapital	41
5.5 Nya företagsformer	42
5.6 Vart tog resurserna vägen?	44

6	Vad har marknaden satt för värden?	46
6.1	Hur pålitlig är marknads värdering av företagens substansvärde?	46
6.2	Stabiliteten i vinsternas och värderingarnas fördelning	52
6.3	Hur fungerar aktiemarknaden?	54
6.4	Ägandets fördelning	56
6.5	Aktiemarknadens institutionalisering – en fråga om kunskapsfördelning, risk och långsiktighet	57
6.6	Räntan och den långsiktiga investeringen	64
6.7	Skatter och inlåsnings effekter	65
6.8	Om behovet av en fungerande aktiemarknad	66
7	Hur mycket etik tål marknaden?	69
7.1	Asymmetriskt fördelad information eller "insiders"?	69
7.2	Egenföretagande, nyföretagande, småföretagande	75
8	Hur ser framtiden ut?	77
8.1	Problemet	77
8.2	Metoden	78
	Litteratur	215
	Figurer	
1	Kapitalförräntning utöver kapitalmarknadsränta – fördelningen över kapitalbeståndet i svensk industri för olika år	90
2	Beslutspyramiden i företaget	92
3	Företagens börsavkastning, industrins räntabilitet och räntan 1951–86	93
4	Marknadsvärden och substansvärden inom svensk industri 1951–87	94
4a.	q-värden för hela industrin 1951–87	94
4b.	Marknadsvärderat och återanskaffningsvärderat eget kapital i svensk industri 1951–85	95
4c.	q-värden i Sverige och i världen 1975–87	96

5	Stabiliteten i kapitalets förräntning – överförräntningen i dag och i morgon hos 42 stora svenska koncerner	97
6	Utdelningen och företagets förräntning av substansvärdet i 37 stora börsföretag 1966–85	98
7	Utdelningen och marknadens värdering av substansvärdet i 37 stora börsföretag 1966–85	102
8	Börsförlusternas (brutto)andel av 1987 (okt/nov) års BNP i olika länder	106
9a.	Framskrivning av industrins kapitalförräntning under olika antaganden om lönebildningen på arbetsmarknaden 1951–90	107
9b.	Nominella löneökningar i industrin 1951–90	108
9c.	Produktionstillväxt i industrin 1951–90	109

Tabeller

1	Fördelningen av slutligt ägande i Sverige, Storbritannien, Västtyskland och USA 1980	62
2	Likviditetsanalys – traditionell kalkyl 1987	81

1 Inledning – ägarkompetensen i den experimentellt organiserade ekonomin

Studiet av innovationer, teknisk förändring och ekonomisk tillväxt har under alla tider ansetts vara ett självklart forskningsområde inom nationalekonomin, därför att det uppfattats som självklart att innovationer och teknisk förändring positivt påverkar industrins förnyelse och därmed den ekonomiska tillväxten.

Att formerna för näringslivets ägande skulle vara värda ett självständigt studium har däremot inte varit lika självklart. Fram till 70-talets kriser betraktades det privata ägandet under alla omständigheter inte som särskilt viktigt, om man bortser från den politiska frågan om *makten över företagen* samt diskussionen om *ekonomisk demokrati* och *löntagarfonder*. Synpunkten att privat ägande kunde vara en produktionsfaktor att räkna med kunde endast med stor svårighet fås in i den ekonomisk-politiska debatten.

I den ekonomisk-politiska debatten under 60-talet togs industrins kapacitet att mekaniskt höja produktiviteten som i det närmaste givna. Att investeringar och sparande behövdes förstod man från den då förhärskande keynesianska teoribildningen, men var sparandet kom ifrån var inte av särskilt intresse, inte heller hur investeringarna fördelades på olika användningar. Följaktligen hade ägandets form ingen betydelse i den ekonomiska och politiska debatt som var tongivande fram till 70-talets början. Privat ägande av företagen ansågs snarast vara den organisationsform som gav en ojämn förmögenhetsfördelning utan att i gengäld ge något till samhället.

Att den privatkapitalistiska organisationen skulle vara det mest effektiva sättet att organisera produktionen har då och då ifrågasatts från i första hand det socialistiska lägret. Det är oundvikligt att denna skrift, och särskilt detta inledande kapitel som handlar om ägarformens betydelse för den industriella utvecklingen, tar upp just denna fråga.

70-talets kriser har påmint politiker, debattörer och ekonomer om det ekonomiska livets *experimentella* natur.¹ En för ekonomisk tillväxt organiserad ekonomi måste dels bygga på någorlunda fria marknadsprinciper, i första hand fritt tillträde till marknaden, dels vara beredd att socialt och ekonomiskt klara oförutsebara förändringar på mikroplanet. Detta handlar såväl om fördelningen av produktionsresultatet som om fördelningens effekter på produktiviteten. Att man länge intuitivt förstått dessa samband speglas i den

¹ Den experimentellt organiserade ekonomin presenteras utförligt i IUIs årsbok, *The Economics of Institutions and Markets*, IUI, Stockholm 1987, s 17 samt i Eliasson (1986f). Se även avsnitt 4 i kapitel II.

uppdelning av ”befogenheter” i ekonomin som länge karakteriserade den ”gamla svenska policymodellen”, där såväl den politiska som den fackliga maktsfären avstod från att ideologiskt blanda sig i produktionsbesluten (Eliasson – Ysander 1981) och därvid besparade det svenska samhället de effektivitetssänkande ”nationaliseringssträvanden” som framför allt kännetecknat efterkrigstidens England. I gengäld tog man ut och fördelade om produktionsresultatet via den offentliga sektorns tillväxt.

Att sparandets ursprung, finansieringens karaktär, investeringarnas lönsamhet och produktiviteten hänger samman blev återigen klart efter 70-talets krisår. *Ägarfunktionen definierar en sådan kompetensbro mellan sparande och produktiv investering*. Denna skrift har lagts upp kring hypotesen att ägarfunktionens organisation och marknaden för företagsvärdering och kontroll – kort och gott riskkapitalets ursprung och användning – står i ett direkt förhållande till innovationstakt och förnyelse inom det privat organiserade näringslivet.

Ägarproblemet kommer att introduceras i tre steg. Först kommer sambanden mellan innovationsaktiviteter och den makroekonomiska tillväxten – det önskade slutresultatet – att studeras. Därefter diskuteras hur ägandets former (incitament, organisation) påverkar innovationsaktiviteten. Slutligen studeras hur resultatet (vinsten) av innovativ verksamhet fördelas, hur fördelningen påverkar ägarfunktionens ekonomiska effektivitet, samt omvänt hur innovativ verksamhet påverkar just fördelningen av vinstresultatet. En fråga är vilken roll existensen av välordnade marknader för företagsvärdering härvidlag spelar. Eftersom vinst kan uppstå på många sätt – monopol, råvarutillgångar, tur, teknisk skicklighet – måste frågan, hur *marknaden för vinstens fördelning* bäst skall organiseras för att vinsten skall uppstå på önskat sätt, tas upp.

Detta kapitel börjar därför (avsnitt 2) med att klargöra varför den innovativa aktiviteten är väsentlig.

En god kontakt mellan marknaden för resurser och företags beslut att ”innovera”, strukturera om sig eller förnya sig kräver en teori om företaget. Denna teori måste förklara just sätten att förändra den inre organisationen som ett svar på marknadsutvecklingen. En allmän sådan teori saknas för närvarande, men kapitel II, som sammanfattas i avsnitt 3, bjuder på en teoriskiss som gör det möjligt att gå vidare till avsnitt 4 i vilket formerna för omorganisation och förändring, som de kan observeras i svensk industri, kopplas till just företags förnyelse. Detta avsnitt sammanfattar dessutom resultaten från denna skrifts övriga studier om svensk företagstillväxt i ett historiskt perspektiv (Jagrén, kapitel III), avveckling och statligt ägande i svensk industri (Örtengren, kapitel IV) samt innovativ verksamhet i en tillväxtbransch (Björklund, kapitel V).

Bjuggren, slutligen, kopplar med sin studie om ägande och effektivitet i svensk skogsindustri (kapitel VI) direkt över till avsnitten 5 och 6 om ägarens, förnyelsens och marknadens betydelse för företagets värdering och kontroll. Hur är denna marknad organiserad och vad betyder ägarformen för just förnyelsekraften i en industri? Det är omöjligt att ta upp detta tema till diskussion utan att halka in på ett högaktuellt debattämne, nämligen vad ”attityder, politiska värderingar, fördelning och etik” betyder för det ekonomiska livets organisation samt för hur experimentell marknadsekonomin kan tillåtas vara. Detta politiska problem diskuterar vi under rubriken (avsnitt 7) ”Hur mycket etik tål marknaden?”

2 Innovationer och ekonomisk tillväxt

2.1 Vad vet vi?

Under senare år har ett växande antal studier inom IUI inriktats på att förstå företagets inre omvandling och anpassning till nya, yttre konkurrensbetingelser. De har alla varit grundade på företagsdata. Resultaten anger relativt klart hur förnyelsekrafterna verkar i produktionssystemet.

När det gäller *företaget* har vi funnit:

- att industriell framgång i första hand bygger på kompetensen att organisera människor med kompetens. Detta industriella kunnande kan endast till vissa delar, och med stor svårighet, kommuniceras till utomstående. Polanyi (1967) har myntat termen ”tacit knowledge”. Sådant kunnande kan inte utan vidare hyras in i marknaden på annat sätt än att man knyter nya personer till sin organisation. Detta innebär att ett vanligt förekommande synsätt, nämligen att högnivåkunnande inom industrin och ägarkompetens är en i marknaden ”i lösvikt” tillgänglig produktionsfaktor (se t ex Fama 1980), är grundat på felaktiga premisser.
- att samma förhållande bl a gör intern utbildning och kunskapsöverföring till en central uppgift i storföretagen.¹ I själva verket utgör kompetensen att driva stora företagsorganisationer i internationell konkurrens en typ av högnivåkunnande som endast finns i några få industriländer, däribland Sverige.

¹ Se vidare en tidigare bok i denna serie: *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, IUI, Liber, Statens Industriverk, Stockholm 1986.

- att företagsorganisationens kompetens är begränsad till en mindre del av den enorma potential av affärsmöjligheter som internationellt tillgänglig teknologi och affärskunnande erbjuder. Eftersom framgång nästan alltid bygger på att "företaget" lyckats kombinera sitt eget lokala kunnande med något nytt ur denna internationellt tillgängliga mängd affärsmöjligheter, blir denna entreprenörverksamhet – som Joseph Schumpeter kallade den – alltid experimentell och sökande till sitt innehåll (se Eliasson 1986e,f). Det ekonomiska utfallet av entreprenörens verksamhet blir svår-förutsebart och risknivån hög. Det ingår i kompetensen att kunna hantera misstag som en naturlig del av affärserfarenheten, att inte hindra potentiella vinnare att komma fram utan att stimulera dem, men att snabbt kunna identifiera och avveckla misstag.
- att iscensättandet av nya idéer och affärskombinationer praktiskt taget alltid är förenat med genomgripande förändringar i den existerande produktionsorganisationen. Det är dessa organisationsförändringar som skapar de stora produktivitetstyllften på företagsnivå, och
- att de framgångsrika omkombinationer vi studerat¹ i ökande grad har inneburit en omvandling av företaget från en effektiv tillverkare av enkla produkter till en affärsorganisation, vars kompetens väsentligen bygger på avancerad produktteknologi och konkurrens med kvalitet ("teknologisk konkurrens").

När det gäller *makroekonomin* har vi funnit:

- att en långsiktigt stark tillväxt på makronivån kräver en ständig omvandling och förnyelse på mikroplanet, varvid illa skötta, ineffektiva eller av andra skäl icke konkurrenskraftiga företag slås ut, samtidigt som nya kommer till så att den nödvändiga spridningen och differentieringen av verksamhetens art, lönsamhet, priser och faktorerättning – kort sagt en ojämvikt på mikroplanet – hela tiden bibehålls. *Stabilitet i makrotillväxten förutsätter instabilitet på mikroplanet.*
- att den dynamiska resurs- och omfördelningen mellan företagen förklarar minst hälften av produktivitetstillväxten på mikroplanet. Den innefattar nyskapande av företag (entry) och utkonkurrering av företag (exit) samt dynamisk marknadsstyrning och koordinering av investeringsverksamheten i det existerande företagsbeståndet. Detta förutsätter att prissättningen på faktorer fungerar så att resurserna går dit där de betalas bäst.

¹ *Kunskap, information och tjänster*, op cit, sammanfattar IUIs kunskap på detta område.

2.2 Hur slås långsiktiga broar mellan finansiär och entreprenör?

Tillsammans med den interna förnyelsen av existerande företagsenheter har detta medfört att spridningen av kapitalets förräntning hela tiden bibehålls (figurerna 1a,b). När denna dynamik på mikroplanet mattas – som skedde under 70-talet – uppstår stabilitetsproblem på det makroekonomiska planet. Detta illustreras i figurerna av att fördelningarna blev plattare, därför att de dåliga företagen (till höger) ej slogs ut, samt av att några lönsamma företag (i vänstra delen) inte kom till, eller inte växte tillräckligt fort.¹

Det är i detta sammanhang intressant att jämföra den gängse synen på hur man uppfattar *ägarfunktionen* i Japan och i den anglosaxiska världen; Europa hamnar någonstans mitt emellan. I den anglosaxiska världen är den anonyma kapitalmarknaden den ultimative ägaren. I den japanska miljön utövas ägarfunktionen delvis administrativt, diskret. Det blir så att säga en fråga om marknadsstödjande industripolitik, som vi – även om det skrivits många böcker i ämnet – ej vet särskilt mycket om (jfr diskussionen av handelshus och industribanker i kapitel II, s 201). Den anglosaxiska modellens anonyma brutalitet gör ägarfunktionen effektiv när det gäller att sortera fram goda (lönsamma) projekt och eliminera misslyckanden. Den stökiga marknadsmiljö som följer, med kostnader i form av ett högt svinn (slack), bör fungera bra i en innovativ, riskvillig kultur som är beredd att acceptera ett ojämnt, oförutsebart utfall på mikroplanet. Marknaden för elektronikprodukter, särskilt i USA, är en bra illustration.

Den japanska modellen – om vår schematiska beskrivning håller – måste å andra sidan ha en större benägenhet att hålla kvar misslyckade projekt länge och därför också en tendens att sortera bort potentiella vinnare. Dess fördelar måste bygga på effektiv, klassisk koordinering och kostnadsminimering, dvs liten slack, för att kompensera begränsad innovativ förmåga. En orientering mot tillverkning får känneteckna denna industriella organisationsform.

Huruvida den klart produktorienterade, på teknologisk konkurrens baserade amerikanska industrin och den mot kostnadseffektiv tillverkning orienterade japanska industrin ”stämmer” med denna beskrivning får avgöras i ett senare sammanhang. Men den japanska industrin skulle i så fall stå inför snara krav på förändring, alltefterstom teknologin gynnar de differentierade, med innovativ produktkvalitet konkurrerande företag som dominerar i de avancerade och

¹ Att en sådan situation kan vara mycket labil illustreras i simuleringsexperiment i Eliasson (1984c).

rika delarna av västvärlden. Den svenska industrin genomgick denna transformation från en bas i effektiv tillverkning mot en produktkonkurrerande teknologi under andra hälften av 60-talet och 70-talet. Den finska industrin befinner sig fortfarande i ett tidigt skede av samma omvandling. Hur initiativkraftiga och industriellt kompetenta, dominanta ägare initierat denna omvandling är ett mycket viktigt problem för forskningen (se Dahmén – Eliasson 1980, Glete 1987).

Med denna skiss av konkurrensmekanismerna i en nationell ekonomi har vi velat stryka under att finansiären och finansmarknadernas strukturer måste finnas med i en modell över, eller en analys av, den ekonomiska tillväxten. Det blir därmed naturligt att det projekt om ägarrollen i produktionen som denna bok handlar om i första hand siktar in sig på innovatören och entreprenören som representerar för förnyelsekrafterna i produktionslivet. De förenar ofta i sig finansiären, risktagaren och kompetensen. Broslagningen mellan finansiärer och industriellt kunnande bestämmer hur effektivt spontana omkombineringsformer av experimentellt slag kan komma till stånd på mikroplanet och är därför aktiemarknadens viktigaste uppgift. Det handlar om långsiktigt risktagande som tar sig många olika institutionella former; från de sinnrika brokonstruktioner av specialiserade mellanhänder och marknader för risker som kännetecknar den amerikanska aktiemarknaden till de raka riskkapitalarrangemang som karakteriserar de uppfinnare och entreprenörer som startar ett källar företag på en idé och ett lån från några släktingar. Ägarfunktionen och riskkapitalet är något mycket mer än börsens institutionella struktur och handel med noterade företags aktier.

Hypotesen är att incitamenten hos ägaren och det sätt på vilket ägandet är organiserat spelar en viktig roll dels för förnyelsen av industriföretagen, dels för möjligheterna att ta långsiktiga, riskfyllda investeringsbeslut i en marknadsekonomi. Dessa hypoteser är visserligen intuitivt rimliga, men inte alls självklara. Det är väsentligt att känna till att såväl entreprenören som äganderollen helt korrekt har ifrågasatts som meningsfulla begrepp inom den ekonomiska centralteorin (se Fama 1980 samt kapitel II). Det krävs en alternativ, dynamisk ekonomisk teori baserad på hur information och kunskap kommer till ekonomisk användning för att entreprenörer och ägare skall få teoretiskt existensberättigande. Den ekonomiska centralteorin kommer mycket ofta till användning vid analys och diskussion av frågor som berör innovationer och finansiering. Därför måste vi i denna skrift ideligen föra upp resonemanget på ett abstrakt plan för att inte betydelsen av högst reella företeelser som entreprenörer och ägare utan att man tänkt sig för skall raderas ut av antaganden. Denna skrift erbjuder ingen slutlig lösning på denna för den på privat kapital organiserade marknadsekonomi så viktiga

fråga. Den utgör blott en inledning till och inramning av problemet, samt en utstakning av vägen för fortsatt forskning.

Vi kommer genomgående att betona den kvalitetshöjande, kunskapsgrundade serviceproduktionens betydelse i den ekonomiska utvecklingen. Att vi ändå huvudsakligen hämtar våra exempel från industrin – idag huvudsakligen en producent av till varor knutna kvalitetshöjande tjänster – och tycks glömma den växande rena tjänsteproduktionen, som till stora delar sysslar med mycket kunskapsintensiva produkter, beror helt på att nästan allt tillgängligt observationsmaterial kommer just från industrin. Det innebär alltså inte på något sätt att vi betraktar tekniska och ekonomiska konsulttjänster, distribution och transporter etc som en andra rangens produktionsverksamhet, som fallet är t ex i Sovjets ekonomiska statistik.

2.3 Det forskningsteoretiska läget – något om modern och gammal teori

Att förstå de dynamiska mikro-makrosamband som vi diskuterar kräver en komplex modell. Som Joseph Schumpeter (1942, s 84) påpekade, sysslade den ”konventionelle” tillväxtekonomen med problemet hur ”existerande strukturer” skulle *förvaltas* optimalt, under det att det relevanta problemet är, hur de ”*skapas och förstörs*”.

Några år senare hävdade den svenske Lunda-Schumpeterianen Johan Åkerman (1950) att relevant ekonomisk teori krävde att följande fyra element beaktades (Åkermans fyra fundamentalelement):

- (1) interdependens
- (2) värde (välfärd)
- (3) process
- (4) institutioner.

Joseph Schumpeters (1942, s 84) slutkommentar gäller för dem bägge; ”As long as this is not recognized, the investigator does a meaningless job”.

Den ekonomiska centralteorin handlar om punkterna (1) och (2). Denna skrift betonar hur institutionerna (4) förändras som en konsekvens av den pågående marknadsprocessen (3), som i sin tur styrs av hur marknadens institutioner är organiserade. Den teori om alla fyra punkterna som efterlystes för snart ett halvsekel sedan saknas fortfarande. Denna brist begränsar vår förmåga att förstå hur en dynamiskt organiserad marknadsekonomi fungerar (se Day – Eliasson 1986). Den ekonomiska centralteorin dominerar undervisningen vid västerlandets universitet. Dess främste företrädare, Kenneth Arrow, påpekade redan 1959 denna begränsning till de första två

elementen i Åkermans uppställning. Trots detta har ytterst litet gjorts när det gäller att föra in såväl dynamik och processtänkande som strukturell förändring i den allmänna jämviktsteorin. Innovationsforskare och finansanalytiker lever nästan helt skilda liv. Detta gör en teoretisk översikt aningen schizofren (se kapitel II), eftersom vår utgångspunkt är att dessa två kunskapsområden måste föras ihop om vi önskar ha något att säga om hur finansmarknaderna påverkar den reala ekonomin.

Fama (1980) menar till exempel att "ägarfunktionen" kan frikopplas från "managementfunktionen". Då begränsas ägarfunktionen till ett rent "portföljvalsbeslut" i den statiska finansteorin. Det blir då tveksamt om vi behöver vare sig ägare, entreprenörer eller företag (se vidare kapitel II). Detta är den syn som en relativt inflytelserik grupp moderna ekonomer kring Chicagouniversitetet representerar.

Famas resonemang bygger på traditionell statisk teori och blir därför fel om man ruckar något på de grundläggande förutsättningarna. Enligt Fama kan företagen – om de behövs – i marknaden köpa in alla de tjänster som ägarna anses stå för. Men en marknad förutsätter ett varierat utbud av sådana tjänster. Fama *antar* att denna marknad existerar och bortser ifrån att det krävs kunnande för att välja och köpa in dessa tjänster. Även detta kunnande att välja kan naturligtvis också köpas i marknaden, men återigen krävs då kunnande för det nya valet. Det slutliga valet hamnar hos de *ultima organisatorerna av människor med kompetens*, dvs hos vad vi kallar ägarna, som också tillgodogör sig den residuala ersättningen för denna kompetenta arbetsinsats, dvs vinsten. Ofta handlar det slutliga valet om att "välja rätt ledning" för en företagsorganisation. Ägarna trollas i traditionell teori bort genom att marknader förutsätts existera, men att "valet", "köpet" inte kräver kunnande och inte drar några resurser. Dessa antaganden görs rutinemässigt i den ekonomiska centralteorin, på vilken Fama okritiskt byggt sina slutsatser.

2.4 Innovationer, teknisk utveckling och ekonomisk tillväxt

Central ekonomisk teori försöker inte förklara långsiktiga, ekonomiska tillväxtförlopp. Inte heller sysslar den med frågan hur Adam Smith's osynliga hand koordinerar miljarder beslut i en dynamisk samhällsekonomi till det någorlunda ordnade ekonomiska skeende vi observerar och som skapar positiva överskottsvärden för de flesta. Ambitionen att syssla med sådana frågor började överges i och med marginalismens spridning, och definitivt med den skola

som under efterkrigstiden vuxit sig stor på Walras (1874) enkla och grundläggande postulat. Kravet på konvexitet, kontinuitet och fullständig marknadsklarering, samt ex post konsistens i alla individuella beslut var nödvändiga för uppnående av det tillstånd av fullt informerade – eller så väl informerade som är möjligt – marknader som existensen av jämviktslösningar krävde. Dessa postulat tog processbegreppet ur ekonomisk teori. Den blev statisk och utan liv. Den säger oss därmed ingenting om hur en ekonomi fungerar, blott hur den ser ut om den kommit till vila i ett jämviktstillstånd.

Jämviktsanalysen kan inte förklara hur en ekonomi uppträder när den befinner sig utanför sitt jämviktstillstånd. De ekonomer som intellektuellt behärskar den moderna teorin har hela tiden haft detta klart för sig (t ex Arrow 1959, Hahn 1973). Försök att bryta detta inåtvända sökande mot allt mindre intressanta problem inom en partiell teori, bl a av Joseph Schumpeter, har dock inte mötts med vare sig sympati eller intresse. Däremot har 1970-talets verklighet inneburit att flankerna raserats i den statiska centralteorin. Dess begränsningar har blivit så uppenbara att dess meningsfullhet som underlag för analys av en rad centrala problem som har med resursernas allokering att göra har börjat ifrågasättas.

Om det är så – vilket är en hörnsten i den teoretiska utveckling som härrör från Adam Smith, Knut Wicksell och Joseph Schumpeter – att en fungerande ekonomi som växer aldrig kan befinna sig i ett jämviktstillstånd där alla beslut är ex post konsistenta, att marknaderna aldrig rensas från produkter vid varje ögonblick och att det totala produktionsbeslutet i en ekonomi aldrig kan föras samman till en punkt i nutid där alla marknader inklusive kapitalmarknaden klareras, så står vi ekonomer fortfarande oförstående inför det stor slagna samordningsproblem som mer eller mindre väl klaras varje dag i realtid på världens marknader.

Tillväxt äger rum via produktivitetstillväxt. Färre faktorer går åt för att få fram samma produktionsresultat. Adam Smith betonade specialiseringens betydelse för produktivitetstillväxten. Specialisering möjliggjorde skalfördelar i tillverkningen av standardiserade detaljer (se Leijonhufvud 1985). Skalfördelar bryter antagandet om konvexitet och därmed försvinner de klart definierade optimalägena. Ekonomins positionering blir flytande. Den beskrivs då bäst som en kontrollerad process och konvexitetskravet ersätts med problemet att finna ett motsvarande krav som håller processen begränsad uppåt och nedåt¹.

Oförutsebara, tekniska förbättringar skapar temporära monopol-

¹ I Eliasson (1984b) formuleras detta konvexitetsantagande som ett krav på "diversity" för att åstadkomma stabil tillväxt på makroplanet.

räntor på kapitalmarknaden. Somliga företag tjänar tidvis mer, eller mycket mer än den gängse låneräntan, medan motsatsen gäller för andra företag. Detta förhållande speglas också i verkligheten (se fördelningarna i figur 1). Dessa fördelningar får inte förekomma i jämvikt. I verkligheten är det miljontals individuella uppfattningar om dessa "räntors" framtida storlek som styr investeringar och produktionsbeslut i en ekonomi.

2.5 Teknologisk konkurrens sätter kapitalmarknaden i centrum

Något är alltså fel här. Vi *vet* att en riktig ekonomi aldrig befinner sig i det jämviktstillstånd som vi beskrev ovan. Vi *vet* att varje ekonomi ständigt bombarderas av en ström oförutsebara tekniska händelser. Men vi *vet också* att dessa ekonomier ändå uppträder någorlunda stabilt och förutsebart. Något måste till för att förklara den dynamiska ekonomins välartade uppträdande trots de störningar den ständigt utsätts för. Lösningen ligger i att låta allmän monopolistisk konkurrens vara det naturliga tillståndet i en ekonomi, och därmed också i den ekonomiska teorin. De nya tekniska innovationerna slår ut de gamla företagens "monopolräntor". De nya företagen – med högre lönsamhet på grund av sin temporärt överlägsna teknologi – investerar och höjer kapaciteten att producera. När vi har beskrivit hur denna *ekonomiska process* fungerar har vi också beskrivit hur den ekonomiska processen begränsas i tiden. De växande företagen måste få resurser att expandera. De måste tas ur den existerande produktionen. *Totalt sparande* begränsar de totala investeringarnas storlek. Det ekonomiska systemet reglerar investeringarnas fördelning och därmed den totala produktionskapacitetens storlek. Hela ekonomin koordineras dynamiskt via konkurrensen om resurser på kapitalmarknaden. Adam Smith's osynliga hand fungerar återigen (se vidare kapitel II).

Med denna vinkling på tillväxtproblemet sätts kapitalmarknaden, särskilt aktiemarknaden, i centrum. Det internationella kunnandet och den unika företagskompetensen handlar om förmågan att så länge som möjligt hålla företagets kapitalavkastning hög, dvs placera företaget längst upp till vänster i figurerna 1, under det att den ständigt pågående konkurrens som kännetecknar en fungerande marknadsekonomi hela tiden konkurrerar ut företagen till höger. I denna process skapas produktivitetstillväxt på makroplanet genom att "strukturer" skapas och förstörs, för att återigen citera Schumpeter.

2.6 Kunskaper sätter den övre gränsen

Men det fattas fortfarande en länk i bevisföringen. Spararna och kapitalmarknadens förmåga att kanalisera sparandet till de investeringar som skapar högst produktionstillväxt sätter visserligen en gräns för hur snabb tillväxten kan bli, men på något sätt måste också de investeringar som skapar tillväxten och är bättre än andra investeringar förklaras. Vi har på denna punkt lånat Schumpeters ”innovatör” och ”entreprenör”. Men bortsett från detta, samt en utomordentligt välskriven presentation, lämnar Schumpeter oss i sticket. Hur vi än letar i litteraturen finner vi endast att innovatörer, entreprenörer och förbättrare i allmänhet, dvs kunskapen att förnya de industriella strukturerna, ”antas finnas” på plats. Den övre gränsen för produktion antas given utanför teorin. Därmed har även tillväxten ”antagits” utan förklaring. Man kan inte längre tala om en tillväxtteori. Vad ekonomisk teori då i bästa fall kan förklara är varför en ekonomi aldrig når upp till vad som är maximalt möjligt att prestera. Kapacitetstaket har byggts utifrån och ekonomin, dvs konjunkturförloppet, arbetar någonstans under kapacitetstaket. Men även här delar teorin upp sig i olika skolor och uppfattningar. Den keynesianska makroteorin, som sysselsatte sig med konjunkturförloppet kring en exogent växande kapacitetstrend, gjorde just detta. I den allmänna jämviktsteorin däremot, som borde syssla med dynamiken bakom resursernas fördelning, måste producenten alltid arbeta på produktionsmöjlighetskurvan. Annars är ekonomin inte i jämvikt och då vet man näst intill ingenting om hur ekonomin beter sig.

Vår huvudtes för fortsättningen är, *att* förmågan till industriell förnyelse (entreprenörskap) och därmed även till framgång i den tävlan vi kallat teknologisk konkurrens har något att göra med hur ägarfunktionen på kapitalmarknaden är organiserad, *att* den starkt påverkar företagets inre kapacitet att förnya sig, *att* den klart har något att göra med hur förräntningskraven på företagen sätts, samt *att* den därför bestämmer hur företaget värderas på aktiemarknaden. Därmed har vi också sagt att prisbildningsprocessen på aktiemarknaden kan vara avgörande för om t ex svensk ekonomi kan ta sig tillbaka till den högre, historiska tillväxttrend som gällde före 1970. För att kunna resonera om dessa komplicerade sammanhang krävs en ”modell”, i vilken företagets kunskapsanvändning finns representerad, beslut på kort och lång sikt beror av varandra samt hänsyn tas till hur företagen utnyttjar och anpassar sig till de ojäm-viktstillstånd som hela tiden uppstår i marknaderna. Denna processmodell finns ännu ej i matematisk form, men vi kan föra ett verbalt resonemang.

2.7 Ägarkapitalets organisation

Företagets långsiktiga utveckling bestäms av vilken långsiktighet i investeringsbesluten kapitalmarknaden möjliggör, vilket i sin tur beror på hur högt förräntningskraven sätts, dvs hur mycket placeringarna kräver av de projekt de skall vara med om att finansiera.

Grunden för all framgång är dock kompetensen att göra något kommersiellt och industriellt gångbart av de finansiella resurser som företagsledningen får till sitt förfogande. Oavsett om ägarna själva står för denna kompetens eller tillsätter en företagsledning som står för kompetensen, blir det ägaren som erhåller den vinst som blir över när övriga produktionsfaktorer och finansiärer fått sin kontraktsevenliga ersättning. Ägaren har valt företagsledning och tagit på sig den residuala, svårkalkylerbara risken och blir därför en central gestalt i vår analys.

I en experimentell ekonomi, karakteriserad av osäkerhet om utfallet, kommer därmed, för det *första*, marknaden för *riskkapital* i centrum. Effektiv *riskhantering* blir en fråga om maximalt utnyttjande av *kompetens*.

Vinsten utgör risktagarnas belöning för insatsen av kompetens. Det är möjligt, vilket blivit ett vanligt förekommande antagande i teoretiska resonemang, att det residuala vinstutfallet till stora delar är slumpmässigt (som i ett lotteri). I så fall kan jämviktsanalys enligt traditionella metoder åter bli möjlig och har också använts flitigt i finansteorin. Men detta antagande kan inte utan vidare göras i vetenskaplig analys, ty om det är felaktigt blir de utsagor om välfärd och politik som modellen ger också fel (se vidare kapitel II). Om man inte vet något blir det rimliga a priori antagandet att residualutfallet har systematiska egenskaper och beror på den kompetens som sätts in. Hur förräntningen (utöver skatter, löner och räntor) fördelas påverkar incitamenten att skapa nya, bättre tekniska lösningar som ger fortsatt överränta. Detta understryker, för det *andra*, aktie-*marknadens incitamentsfunktion*, belöningssystemet.

För det *tredje* är aktiemarknaden den marknad där företagens ledning utsätts för ett anonymt, exogent *krav att förränta* det kapital ägarna ställt till dess förfogande. Kraven på prestation utövas på i princip två sätt; antingen säljer ägarna ut (exitfunktionen), kursen sjunker och fungerar som en signal till nya aktieägare att företaget inte sköts väl. Företaget får problem med att attrahera nytt externt kapital. Eller också träder någon eller några av de dominanta aktieägarna in och utövar sin röstsätt (voicefunktionen). Vanligtvis innebär detta att företagens ledning byts ut.

Riskkapitalmarknaden utgör slutligen, för det *fjärde*, en källa för *finansiering*. Finansieringsfunktionen har varit den mest uppmärksammade i ekonomisk analys och debatt men är den minst betydel-

sefulla när det gäller den reala ekonomiska utvecklingen. Men om den strukturomvandling som pågår, mot en växande betydelse för mjuka former av kapital som inte syns i företagets redovisningssystem, är korrekt observerad, kommer aktiemarknadens betydelse som finansieringskälla att öka relativt andra former av externt kapital. För det mjuka kapitalet finns ingen väl definierad andrahandsmarknad. Det kan inte på traditionellt sätt belånas.¹

Den grundläggande Schumpeterianska observationen är att såväl framgång i industrin som snabb produktivitet utveckling förutsätter att nya affärsmöjligheter hela tiden identifieras och utnyttjas. Det handlar om att kombinera om företag, att köpa till, omorganisera samt avveckla företagsenheter. För att denna omorganisation, särskilt när det gäller en hel industri, skall kunna fortgå smidigt måste det, för det *femte*, finnas en marknad som på ett för alla parter acceptabelt, genomskådligt och stabilt sätt värderar företaget. Utan en väl fungerande andrahandsmarknad för företagsvärden kan varken voice- eller exitfunktionerna fungera effektivt. Om detta handlar fortsättningsvis detta inledande kapitel. Först skall dock resultaten från de övriga studierna om förnyelsen av industrins strukturer på mikroplanet sammanfattas och samordnas i den enkla teori för företaget som presenteras i nästa avsnitt. Den beskriver den organisation och de beslut som inom företagen hanterar strukturomvandlingen.

3 Hur organiserar företaget sitt beslutsfattande? – en enkel modell

Vad ett företag är har länge diskuterats i litteraturen. Den äldre litteraturen (Smith 1776, Ricardo 1821, Marx 1867 etc, Marshall 1919 etc) diskuterade i första hand industri och branscher utifrån tekniken i tillverkningen. Adam Smith (1776) var kritisk mot de moderna monopolinstitutionerna som kallades aktiebolag. Karl Marx befäste bilden av ett industriföretag som en fabrik i den ekonomiska teorin. Alfred Marshall förde in begreppet ”det representativa företaget”, men hans analys gällde i allt väsentligt branscher och makroskeen-

¹ Man kan naturligtvis fråga sig vilket pris varvsindustrins utrustning eller ett konkursfärdigt stålverk i ödemarken har på en andrahandsmarknad. Men enligt tradition och lagstiftning kan sådant kapital till och med in-tecknas och belånas, däremot inte duktigt folk. Se vidare diskussionen i kapitel II i *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, IUI, Stockholm 1985.

det. Det är först under senare år som ett modernare synsätt på företaget som en på ett flexibelt sätt organiserad finansiell beslutsenhet eller en arbetsorganisation (ett "knippe kontrakt") vuxit fram. För företaget gäller det att producera rätt varor och tjänster och att göra det till minsta möjliga kostnader. Val av produkter och marknader å ena sidan och kostnadsminimering, givet det första valet, å den andra sidan, blir två skilda beslut som aldrig sker simultant i företagsorganisationen (Eliasson 1976). Därför blir företagens inre beslutsorganisation viktig för förståelse av hur företaget som en helhet fungerar.

Figur 2 (pyramiden) återger en enkel modell över företagens totala beslutsituation.¹ Denna modell definierar företaget som en "finansiell beslutsorganisation" specialiserad på att *koordinera* och *teknologiskt* uppgradera ekonomiska aktiviteter (de två grundläggande informationsaktiviteterna i en ekonomi). Företagets viktigaste teknologi blir i denna modell att finna *den organisationsform som mest effektivt möjliggör en ständigt pågående anpassning av företagens olika delar, till varandra och till de möjligheter och krav som omvärlden (marknaden) ger och ställer.*

De tre nivåerna stämmer relativt väl med hur varje storföretagsorganisation strukturerats för att klara de tre angivna typerna av beslutsproblem. Längst ned återfinns vi den *operationella*, repetitiva produktionsnivån, där rationaliseringsbesluten tas. På denna nivå uppgraderas givna aktiviteter teknologiskt. Samma sak skall göras effektivare, med mindre resursinsats och till lägre kostnader: lokal statisk effektivitet uppnås. På mellannivån fattas de *koordinerande* besluten. Samma verksamheter samordnas långsiktigt i förändrade kombinationer med hjälp av investeringsbeslutet. På driftsidan är det flödeseffektiviteten som förbättras av effektiv koordinering. Eftersom störningar i ett komplext flöde påverkar produktionseffektiviteten i företaget, blir hävstångseffekten på den totala effektiviteten av en effektiv koordinering stor (se kapitel II, s 195 om konflikten mellan Texaco och Pennzoil). Det är av intresse att observera att effektivitetsökningen på denna nivå i relativt stor utsträckning visat sig vara kapitalbesparande (Eliasson 1985c). Koordineringen inom företaget sker genom vad Williamson (1975) kallat hierarkier. Om de enheter som skall koordineras i stället lösgörs från den centrala företagsledningen och sätts i marknaden, får vi marknadskordinering. Det är den relativa effektiviteten i koordineringen med hjälp av hierarkier, och i marknaden, som avgör hur stora företagen kan bli som finansiella organisationer.

¹ Modellen introduceras i detalj i Eliasson (1984b).

Denna begreppsapparat har en ytterligare fördel. Vi kan relativt klart definiera ett företags "struktur" i termer av organisationen av företagets eget interna, formaliserade informations- och styrsystem, som det används för att kontrollera företagets såväl interna effektivitet som anpassning till externa betingelser. Företaget kan så att säga beskrivas i termer av sitt informationssystem.

Den övre *strukturförändringsnivån* tar fasta på problemet, vad man skall hålla på med och hur företagets olika delar skall kombineras – eller kombineras om – för att "bäst" förbereda företaget för den framtida konkurrenssituationen. Till skillnad från lägre nivåer diskuterar vi nu *förmågan* att ändra själva informationsteknologin och tekniken att förnya och samordna den totala verksamheten. Som redan nämnts har vi i ett stort antal IUI-studier funnit att det är denna omkombinerande verksamhet inom företagen som åstadkommer de stora produktivitetshöjande effekterna. De företag som inte lyckas "under denna rubrik" stagnerar i allmänhet i sin utveckling och sorteras så småningom bort i konkurrensen (se vidare Jagréns kapitel III i denna skrift).

På den lägsta nivån pågår rutinarbete och rationalisering. Mellannivån handlade om vertikal och horisontell administrativ informationshantering och kontroll. Tjänstemannanivån, där "middle management" verkar, har blivit ett nyckelbegrepp i modern managementlitteratur.

På den övre nivån huserar den exekutiva (verkställande) ledningen under kontroll av en mer eller mindre aktiv och spridd grupp ägares långsiktiga förräntningskrav på sitt kapital.

De olika nivåerna kännetecknas *inte* av intimt samarbete. Simultana totalbeslut från den nyklassiska planeringsteorin är praktiska omöjligheter i ett företag och i den experimentella ekonomi vi diskuterar även teoretiskt "olämpliga". Att det totala beslutsfattandet i ett företag i första hand är ett organisatoriskt problem understryks av att de olika nivåerna, särskilt de två övre, ständigt står i ett inbördes konfliktförhållande som inte kan lösas med hjälp av analys och samarbete (se Eliasson 1976 samt kapitel II).

Den koordinerande mellannivån handhar "administrationen av existerande strukturer", för att återigen citera Schumpeter. Det handlar framför allt om att fördela investeringsresurserna över organisationens olika enheter. Budgetarbete, långtidsplanering och investeringskalkylering utgör välkända styrintstrument. Dessa funktioner har med växande abstraktionsgrad behandlats i budgeterings-, planerings- och portföljteorierna.

På den högre beslutsnivån förstörs och nyskapas strukturer. Samtidigt kräver de koordinerande besluten på mellannivån pålitliga informationssystem. Detta förutsätter stabila inre strukturer som gör det möjligt att använda intern erfarenhet som underlag för plane-

ring och kravställande inför framtiden. Problemet är alltså följande. Trots att kunskapen är ojämnt fördelad måste principalen (ledningen, ägaren) ändå ställa hårda (men rimliga) lönsamhetskrav. Definitionen på organisatorisk kompetens är ofta ledningens förmåga att ställa rimliga krav som ligger på gränsen till vad som är långsiktigt möjligt att åstadkomma. Denna kompetens handlar om organisationen av företagets interna informationshantering uppåt och nedåt i hierarkierna, vilket i allt väsentligt är en fråga om hur mänsklig kompetens organiseras i företaget.¹

Den strukturförändrande verksamheten på det närmast högre planet förstör informationen i de centrala kontrollsystem som möjliggör effektivt internt kravställande ("targeting") och som därför avgör effektiviteten i de koordinerande besluten. Samma information kan dessutom sällan användas som underlag för de strukturförändrande besluten. Eftersom de verkligt stora produktivetsförändringarna handlar om strukturförändring, är det klart att samarbete mellan de två nivåerna inte är den effektiva beslutsordningen. Mellannivån motsätter sig av egenintresse de strukturförstörande besluten och bidrar därför till en konservering av gällande inre strukturer i företagen. Därför måste denna nivå av långsiktiga effektivitetsskäl vara underställd den högre nivån med risk för att dess auktoritära beslut (ofta) blir fel, därför att den ofta inte är fullt informerad bl a om situationen på lägre nivåer. Även om aktiva ägare inte nödvändigtvis krävs för dessa högnivåbeslut, spelar *ägarfunktionen* sin kanske viktigaste roll genom sin förmåga att mot de lägre nivåernas motstånd och övertygande analys driva igenom brutala förändringar i en organisation. Det är därför lätt att förstå att om "brutaliteten" försvagas genom att de konservativa lågnivåkrafterna får tillfälle att förlama ägarfunktionen så försämras också de långsiktiga möjligheterna till förnyelse hos industrin. Nya experiment får sämre möjligheter att störa, och misslyckade experiment fasas inte ut lika effektivt.

¹ Den MIP-procedur för upprepat kravställande, uppföljning och kontroll som beskrivs i Eliasson (1976) och som dominerar storföretags interna styrsystem, är i grunden samma "principal agent"-relation som kommit att dominera finanslitteraturen under de allra senaste åren. Men MIP-proceduren har strukturerats för att vara ändamålsenlig i en miljö där beslutsfattarnas kunskap om såväl sin interna som sin externa miljö är begränsad. "Bounded rationality" i Simons (1955a) terminologi föreligger. Se även *Hur styrs storföretag? En studie av informationshantering och organisation*, IUI, Liber, Stockholm 1984.

4 Förvandling och nyskapande – hur ser det ut i svensk industri?

Detta avsnitt sammanfattar kapitlen III till och med VI, som från olika utgångspunkter beskriver svensk industris omvandling under ett historiskt skede.

4.1 Några kännetecken

Först studeras *hur tillväxten i makroaggregaten bärs upp*. Växer alla företag i samma takt eller är det några enstaka företag som håller hela aggregatet i rörelse (Jagrén, kapitel III)?

Därefter studeras den för makroaggregatens stabila tillväxt så viktiga diversifieringen och spridningen av olika prestandamått. *Hur bibehålls differentieringen i en industris strukturer* (Jagrén, kapitel III)?

Som ett *tredje* inslag studeras i detalj hur den förnyelseprocess som ägt rum i olika delar av svensk industri går till. Jagrén analyserar i sitt kapitel *storföretagen*. Björklund (kapitel V) studerar en grupp av vad vi kallar *kulissföretag*, som man hoppas ”stå beredda” att så småningom bli de nuvarande storföretagens ersättare. Örtengren (kapitel IV) presenterar de *krisföretag* som vi av olika anledningar har svårt att bli av med.

Det blir, för det *fjärde*, särskilt viktigt få ett grepp om hur *skrotningsbesluten* tagits i svensk industri (Örtengren, kapitel IV). Vad blir kostnaden för en felinvestering om verksamheten läggs ned, jämfört med om man fortsätter att driva produktionen av sysselsättningsuskäl? Ägarproblematiken har nu förts in i bilden.

Därför diskuteras, för det *femte*, i Örtengrens och i Bjuggrens kapitel (IV resp VI) hur ägarfunktionens organisation påverkar förnyelse och skrotningsbeslut. Vad vinner man på att lyckas? Hur påverkar företagstyp och formerna för ägarnas inflytande företagens ekonomiska effektivitet? Vad kostar det att misslyckas? Vad kostade egentligen det stora industrisubventionsprogrammet svenska folket?

Vi avrundar detta kapitel med att diskutera strukturomvandlingens makroeffekter.

Dynamisk konkurrens och långsiktigt stabil tillväxt förutsätter dels en ständig förnyelse via innovationer, dels en ständigt pågående avveckling av icke konkurrenskraftig produktion. Snabb tillväxt på mikroplanet förutsätter en i motsvarande mån aktiv, experimentell förnyelseverksamhet så att tillräckligt många innovationer får tillfälle att mogna kommersiellt och i industriell skala. Eftersom de nya affärslösningarna hela tiden utsätter de gamla ”lösningarna” för

konkurrens, blir i motsvarande mån utslagningen snabbare. Balansen mellan förnyelse och avveckling blir också i motsvarande grad svår ju högre den experimentella förnyelsetakten är. Särskilt svårt är att hantera den sociala sidan av utslagningen.

4.2 Är förnyelseaktiviteten tillräcklig?

Jagréns studie (kapitel III) visar tillväxtens fördelning på ett slumpmässigt urval av 115 företag i 1918 års företagsbestånd. Resultatet är att hälften av företagen försvunnit genom nedläggning eller uppköp av andra företag. Den andra hälften har mer eller mindre stagnerat på oförändrad nivå. Att aggregatet ändå vuxit snabbare än industrin totalt mellan 1918 och nu beror på att två företag, Electrolux och Bofors, utvecklats exceptionellt snabbt under hela perioden.

Frågor som Jagréns resultat reser är *dels* huruvida detta är en normal bild för varje slumpmässigt utvald kohort av företag, *dels* vad som händer om förnyelseaktiviteten inte är tillräcklig, dvs om inte tillräckligt många snabbväxande företag undan för undan dyker upp i svensk industri. Vad händer om förnyelseaktiviteten tar en paus under 20 år, säg under 70- och 80-talen? Vi skall i sammanhanget erinra oss att när urvalet för 1918 drogs tillhörde inte Electrolux och Bofors gruppen Sveriges 25 största företag. Jagré konstaterar också att det i medeltal tog 25 år för de 40 största svenska industriföretagen att nå storleken "1 000 anställda" och mycket tyder på att det tar ännu längre tid i dag. Dessutom har en del av den tillväxt vi observerat hos t ex Electrolux skett genom uppköp av andra företag och därmed sannolikt i någon mån genom vad vi samtidigt registrerat som avveckling i andra änden av "kohorten".

Jagréns studie ger en bild av storföretagen som specialister på att köpa in sig i små, lovande innovativa företag för att snabbt föra innovationer från pilotprojekt till marknadsintroduktion i industriell skala. Björklund (kapitel V) å andra sidan har studerat en grupp specialkemi- och biokemiföretag i syfte att få ett grepp om "återväxten" av tillväxtkandidater i en bransch, som i debatten tillsammans med elektronikindustrin ofta ansetts representera den industriella framtiden.

Björklund observerar en livlig förnyelseverksamhet. Jagréns resultat, att det tar mycket lång tid för ett litet framgångsrikt företag att bli ett stort företag, bekräftas. Följaktligen finner Björklund ett antal visserligen snabbväxande och teknologiskt avancerade men fortfarande mycket små företag. En betydligt längre observationsperiod än Björklunds 10 år behövs för att få ett grepp om tillväxtmekanismerna hos denna grupp småföretag. Detta stöder deras tidigare observation att det inte verkar vara något fel på den teknolog-

iska innovationsnivån på nyetableringssidan i svensk industri. Där-
emot förefaller det, enligt Reitberger – Utterbacks (1982) tolkning
av intervjuerna, att saknas en ambition hos ägare och företagsled-
ning i dessa nyetablerade, högteknologiska företag att bygga impe-
rier och växa sig stora. När det gäller ambitionen hos företag att
bygga imperier observerade också Erik Dahmén redan 1950 (s 229)
samma sak. Vi frågar oss dels om situationen på något radikalt sätt
förändrats sedan dess, dels om studier i andra länder, t ex i USA,
skulle ha givit ett annorlunda resultat.

Den sammanfattande bilden är därför att de stora företagen svar-
ar för nästan hela volymtillväxten i svensk industri och dessutom
för en betydande del av den teknologiska förnyelsen. Samtidigt är
det svårt och tar framför allt lång tid för ett litet företag att växa sig
stort.

Björklunds studie understryker ett antal kännetecken på industri-
företagets förnyelse som direkt och indirekt kan kopplas till ägar-
funktionens utövande. Björklund observerar hur de etablerade,
priskonkurrerande bulkproducenterna, vars existens står och faller
med en överlägsen processeffektivitet (kostnadsminimering), för-
sökt omorganisera sig för specialkemikalieproduktionen och tekno-
logisk konkurrens med produktkvalitet. Läkemedelsföretagen står
högst på "kompetenslistan". Ett helt nytt och mycket mer avancerat
kunnande än företaget tidigare haft krävs för denna transformation,
dvs i praktiken ofta nya människor i stora delar av företagets organi-
sation. Sådana förändringar möter normalt motstånd från organisa-
tionens inre led. Människor rankas ned i hierarkierna, får mindre
att säga till om osv. Normalt behövs ledarbyte och förändringar på
chefspositioner både för att förnya kompetensen och för att kunna
driva igenom nödvändiga förändringar. Detta är typiska "ägarupp-
gifter" Det är också vanligt att företagen misslyckas i sina försök att
byta teknologi, dvs kunskapskapital.

70-talets kriser knuffade på utvecklingen *dels* genom att gammalt
kunnande slogs ut ekonomiskt, *dels* genom att något drastiskt måste
göras, *dels* genom att krisen skapade acceptans för stora föränd-
ringar och ommöbleringar bland de anställda.

Byte av ledning och kompetens medför radikala förändringar i ett
företags organisation. Björklund visar hur försöken att förändra fö-
retagen ofta går till så att existerande intern kompetens komplette-
ras genom inköp av företag med den speciella kunskap som be-
hövs, samtidigt som sidoordnad kompetens, som inte skapar syner-
gieffekter eller vinster, säljs eller avvecklas på annat sätt. Misslyc-
kanden är vanliga och de intervjuade företagen anger genomgående
att brist på kompetens, ej pengar, håller tillbaka utvecklingen.

Innovativ nyetablering är likaså en aktivitet som är hårt kopplad
till individer och personligt risktagande. Detta engagemang är in-

timt förknippat med ägarfunktionens utövande, om den definieras brett. Tillväxten hos storföretagen handlar väsentligen om förmågan att effektivt styra och samtidigt förnya stora affärsorganisationer; en uppgift som kräver en annorlunda typ av kunskapskapital. Men den är också nära lierad med ägarfunktionens utövande och kapitalmarknadens sätt att fungera. Särskilt viktig är förmågan hos ägarna att välja rätt ledning till företaget.

Kapitalmarknadens, särskilt aktiemarknadens, sätt att fungera innehåller som en kritisk funktion "förmågan" att sätta rätt kalibrerade avkastningskrav. Denna förmåga reglerar tillförseln av kritiskt riskkapital och långsiktigheten i investeringsbesluten, men också avvecklingstakten när företagen går dåligt. Innan vi tar upp Örtengrens resultat på denna punkt måste vi dock erinra oss några viktiga omständigheter.

4.3 Kontraktets utformning och den reala utvecklingen

Om företaget, som under senare år blivit vanligt, skall betraktas som ett knippe kontrakt mellan olika intressenter i företaget, måste utformningen av den inbördes organisationen av dessa kontrakt avgöra företagets effektivitet och lönsamhet. Spelar den privata äganderätten någon roll? Denna fråga är inte lätt att besvara empiriskt. Bjuggren går (i kapitel VI) igenom litteraturen och genomför några ekonometriska test på skogsindustrins företag. Han påpekar först att möjligheten att utöva exit- och voicefunktionerna effektivt kräver en fungerande andrahandsmarknad i företagsvärden, dvs en aktiemarknad. Likaså bör verksamhetens vinster kunna tillgodogöras under samma konto som resursen läggs ned. Kontraktets utformning avgör hur ägaren kan tillgodogöra sig framtida och nuvarande kapitalvinster. För skogsägarägda och statliga företag finns ingen fungerande andrahandsmarknad för ägarkontraktet. I det skogsägarägda företaget är det endast vinsten under ett visst år som kan tas hem (primärt genom högre virkespriser). Till skillnad från privata börsnoterade företag finns det inte någon möjlighet att kapitalisera framtida vinster genom försäljning av ägandekontraktet. Dessutom innebär kontraktets regel – en medlem/en röst – att de ekonomiska kontrollmöjligheterna för ägarna (skogsägarna) är mycket begränsade. Båda dessa faktorer påverkar klart effektiviteten i företagen. Även för det statliga företaget ger kombinationen *inget privat vinstintresse* och *ingen andrahandsmarknad* negativa effektivitetseffekter i företaget jämfört med för privata, börsnoterade företag.

Bjuggren får alltså ett klart och förväntat utslag för ägarkontrak-

tets betydelse för företagets vinstresultat. Däremot får han inget utslag för en variabel som mäter ägarkoncentrationen och pilotinnehavets storlek hos privata, börsnoterade företag. Vår tidigare diskussion ger oss anledning att vänta ett sådant resultat. Delvis kan det uteblivna resultatet bero på att Bjuggren i likhet med tidigare undersökningar på området – som erhöll samma resultat – relaterat dessa ägarvariabler till företagets räntabilitet. Effekterna på räntabiliteten är mycket långsiktiga och svåra att fånga ekonomiskt. Samtidigt handlar koncentrationen och pilotinnehavets storlek om incitamenten hos några centrala beslutsfattare att i privat intresse snabbt korrigera kursen när problem uppstår. Denna effekt bör i första hand fångas i *marknadens värdering* av företaget, efter hänsyn till andra, grundläggande omständigheter, som vinst, konjunktursituation etc; en förtroendeeffekt således. De preliminära beräkningar som Bjuggren gjort stöder också denna förmodan.

4.4 Den ”mjuka” industrin förutsätter en innovativ kapitalmarknad

Diskussionen om svensk ekonomis tillväxtutsikter har alltid haft en klar slagsida mot det ensidiga betonandet av industrin som primus motor och dragmaskin för resten av ekonomin.¹ Den ekonomiska utvecklingen under de senaste 20 åren visar dock hur snedvriden denna inriktning av debatten är samt hur farligt det kan vara om en sådan debatt leder till ekonomisk-politiska beslut.²

Vi får inte stirra oss blinda på (sysselsättningen i) varutillverkningen, och framför allt inte på sysselsättningen i tillverkning i Sverige i enstaka stora företagsorganisationer. Kan det möjligen vara så att en växande del av tillväxten äger rum i små, ej så snabbväxande företag, till stor del utanför den tillverkande industrin, och att därmed Jagréns historiska observation inte är tillämplig inför framtiden? Tetra Pak är t ex det enda industriföretag som grundats efter kriget och som hunnit in i gruppen ”de 40 största”. Tetra Pak är mer marknadsförare och distributör än varutillverkare. Utanför industrin har vi Hennes & Mauritz och IKEA. Alla tre företagen är internationellt etablerade och välkända och har utvecklat en unik kommersiell kompetens.

¹ En läsning av alla hittills gjorda långtidsutredningar samt alla de ”specialstudier av Sverige”, som följde på 70-talets kriser, ger en god illustration av detta typiska synsätt.

² Diskussionen om hur Sverige skulle ”investera sig ur krisen” är bara ett exempel. Se *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit, s 56 ff.

Vi vet dessutom att en viktig del av de teknologiskt avancerade förnyelseverksamheterna i ökande grad håller på att brytas loss från industrin och hamna under tjänstesektorn.¹ Detta är särskilt påtagligt inom och runt elektronikindustrin. Det mjuka kapitalets och den avancerade tjänsteproduktionens växande betydelse ställer mycket speciella krav på finansörer för vilka de traditionella finansiella instrumenten inte är särskilt lämpade. Framför allt innebär avsaknaden av en andrahandsmarknad för kunskapskapital ett ökat behov av riskfinansiering och att aktiemarknaden växer i betydelse. Rent statistiskt innebär den utvecklingen att såväl begreppet industri som begreppet företag blir alltmer oklara och instabila till sina innehåll och till sina yttre konturer.

Samtidigt som industrins varutillverkande företag gjorts till primus motor i den ekonomiska tillväxten har man lätt glömt den offentliga sektorns potentiella betydelse.

En analys av den offentliga sektorns plats i tillväxtförloppet får inte begränsas till den offentliga sektorn som producent av infrastrukturer. En sådan analys skulle relegera den offentliga sektorn till andra plats, eftersom den verkligt betydelsefulla infrastrukturen skapas och fortlöpande underhålls i den privat organiserade produktionen. Frågan om den offentliga sektorns betydelse för tillväxten borde handla om en analys av konsekvensen av en annan organisation av den produktion som i dag bedrivs i offentlig regi, dvs om vad som händer om fri, konkurrerande nyetablering tillåts inom viktiga, för närvarande konkurrensskyddade områden som utbildning, sjukvård, viktiga sociala funktioner som arbetsförmedling osv. Att släppa in privat ägande och vinstdrivande verksamhet på dessa under långa perioder hårt reglerade områden skulle vara ett utmärkt "test" på ägarfunktionens betydelse.

Vår sammanfattning har med andra ord på tre punkter framhävt aktiemarknadens växande betydelse för industrin; för nyetablering, för storföretagens expansion samt för den "mjuka", tjänsteproducerande industrins växande finansieringsbehov. Det behov som framträder gäller i lika hög grad kravställande som finansiering och därmed också tillgången till en stabil, professionell och pålitlig värdering av företagen. På detta sätt kommer såväl strukturomvandling som finansiering att kunna äga rum samtidigt utan ovidkommande störningar. Det är ju inte hur stora investeringspengar som ordnas fram och hur stora investeringar som genomförs som avgör produktionstillväxten. Om investeringen hamnar i rätt företag och arbetskraften tvingas bort från dåliga (olönsamma) företag, kan en snabb produktionstillväxt vidmakthållas på en betydligt mindre investe-

¹ Se *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, op cit.

ringsbudget än vi vant oss vid under efterkrigstiden (se *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit, kapitel 2). Det kan dessutom ifrågasättas hur intressant vår traditionella produktivitetsdiskussion under de senaste 30 à 40 åren egentligen varit. Det är kanske tillfredsställande och stabil lönsamhet snarare än produktivitetstillväxt i fel industrier som vi vill ha (se Carlsson 1987).

Hur ser det nu ut vad gäller riskkapitalmarknadens viktiga fjärde funktion, nämligen forcerad avveckling av icke konkurrenskraftig produktion?

4.5 Har utsorteringen av dåliga företag varit tillräckligt snabb?

Vi citerade inledningsvis Schumpeters betoning av den ”kreativa förstörelsens” betydelse för industriell utveckling. Omoderna höglönebetalande företag i fel marknader och med små förutsättningar att korrigera sin kurs borde, för att citera Strindberg, ”rivas för att få luft och ljus.”¹

Jagréns studie visar klart hur dominanta i svensk industri (och i svensk ekonomi) som ett relativt litet antal stora, internationella företag är. Vi har tidigare konstaterat att denna bild förmodligen är en nödvändig förutsättning för en rik men liten industriell ekonomi av Sveriges typ. Dominansen har ökat. De 15 största företagen svarade både 1924/25 och 1944/45 för 16 % av sysselsättningen i industrin men 1983 för 37 %. Men det är inte samma företag. Av de 15 största företagen 1924/25 var 9 kvar i gruppen 1944/45 och 5 1983 (se Jagréns kapitel III). Stora företag har inte bara klassats ned. De har även fasats ut, även om det tagit betydligt längre tid än för flertalet små företag och skett under ofta mycket stora politiska våndor.

Efter att sedan krigets slut ha fungerat helt efter den gamla svenska modellens hårdföra reglemente (se Eliasson – Ysander 1981) utsattes ”avvecklingsmekanismerna” för stora påfrestningar under 70-talets krisår. En större andel än tidigare – uppemot 15 % av industrikapitalet i svensk industri – utsattes för ett omedelbart utslagningshot. Detta var avsevärt mer än i övriga industriländer på grund av Sveriges ovanligt stora andel basindustri. Viktigast för de politiska beslut som följde var kanske att stora företag med sysselsättningen koncentrerad till få platser, särskilt till regionalt känsliga områden, var hotade. Denna situation inträdde plötsligt efter 20 års tillväxteufori, den gröna vågen och en känsla att de rika industriländernas invånare kunde kosta på sig allt möjligt i form av trygghet

¹ Strindberg, A, ”Esplanadsystemet” i *Dikter på vers och prosa*, Stockholm 1883.

och bekvämlighet. Den statliga industripolitiken satte i ett slag det naturliga, marknadsstyrda avvecklingsmaskineriet ur spel.

Örtengren konstaterar i kapitel IV att medan jordbrukets sysselsättning hade minskat med drygt 1000 fulltidsarbetande i månaden sedan 1950, dvs motsvarande en nedläggning av ett större skeppsvarv var tredje eller fjärde månad, blev det nu omöjligt att ens avveckla enstaka varvsanläggningar. Först på 80-talet började varven stängas. Våra tre stora krisstålverk finns fortfarande kvar, nedbandade med hjälp av enorma bidrag och subventioner samt internt moderniserade med en vördnad och till kostnader som tyvärr inte ens kommit kulturminnesmärken till del. Som Örtengren visar har krisföretagens sysselsättning under denna period inte krympt mycket snabbare än jordbrukets. Detta är ett utslag av en mycket speciell utformning av ägarfunktionen, nämligen den när en kapitalägare utan den traditionelle kapitalistens vinstintressen träder in.

Ursprungligen utgick alla sådana industripolitiska satsningar från att en lönsam långsiktig förnyelse av företagen kunde åstadkommas inifrån, men att de privata ägarna inte var villiga att ta på sig denna uppgift. Ingen av satsningarna har dock hittills givit marknadsmässig avkastning på det tillskjutna kapitalet. I den allmänna vinstuppgången efter 1982 svingade sig i ett par fall vinsten upp på en nivå som om den behålls framöver kan komma att ge rimlig avkastning på det satsade kapitalet. I flera fall, framför allt Svenska Varv och SSAB, är det uppenbart att endast om alla statligt tillförda kapitaltillskott och subventioner skrivs ned till noll kan lönsamheten ses som acceptabel. Andra värden måste därför ha skapats för att denna pietetsfulla renovering av stora delar av vår gamla basindustri inte skall betraktas som ren kapitalförstörelse.

Men har verkligen sysselsättningen räddats? Antalet anställda i krisföretagen minskade med 31 % mellan 1976 och 1983. Trots ett industristöd som översteg hela lönekostnaden under ett antal år har Sverige snart inga som är sysselsatta med att bygga stora civila fartyg. Den samlade bilden är att stödinsatserna gav ett tillfälligt andrum, men att till syvende og sist de ekonomiska realiteterna gjorde sig gällande.

Örtengren gör också jämförelser med liknande "privata" stödinsatser i svensk industris historia. Det har vid ett flertal tillfällen förekommit att ägare, storföretag, eller – tidigare när detta var tillåtet – en bank har hållit en krisdrabbad verksamhet ekonomiskt under armarna under många år. Utan Stockholms Enskilda Banks hjälp i början av 1900-talet hade sålunda ASEA gått under. Efter deflationskrisen 1921 hade samtliga affärsbanker betydande ägarengagemang i krisföretag.

Skillnaden i reella motiv är dock kristallklar. Sysselsättningen var aldrig något motiv för sådana privata ägarengagemang. De politiska

ingredienserna saknades helt. Motivet var framtida vinster. När en realistisk bedömning visade att några sådana vinster inte var att vänta avvecklades det privata stödet. Moralen från Örtengrens analys av staten och det offentliga som ägare kan uttryckas ungefär så här: det offentliga, centralt eller lokalt, kan mycket väl visa upp betydande innovativ förmåga inom industriell verksamhet, men den politiska beslutsprocessen saknar förmåga till effektiv vinstkontroll och snabb avveckling när misstag identifierats.

4.6 Makroeffekterna av det statliga ägandet

Det statliga ägandets betydelse kan med andra ord inte enbart bedömas utifrån storleken av de direkta kostnaderna i form av förlorade kapitalinsatser. Denna verksamhet ägde rum i en skala som påverkade hela makroekonomin på ett sätt som gör det särskilt intressant att ta upp den statliga industripolitiken i ett sammanhang där ägarfunktion och aktiemarknad diskuteras. Vad händer när experimentverksamheten i den kapitalistiskt organiserade marknadsekonomin centraliseras? Vad händer när de många små misstagen, här och där avbrutna av framgångar, ersätts med ett enda stort experiment i centralpolitisk regi?

När det gäller att förstå makroeffekterna av staten som ägare är det lärorikt att börja med följande illustration. Medan förlusterna tornade upp sig i de fem offentligt ägda och statligt styrda krisföretagen, syntes ingen förändring utöver en normal konjunkturvariation i den övriga "friska" industrins *vinstmarginaler* (se Örtengrens figur 3a). Trots den relativt sett gynnsamma vinstutvecklingen stagnerade ändå den "friska" industrins produktion helt mellan 1975 och 1982.

Det bästa hade naturligtvis varit om den svenska kronan revalue-rats 1974 så att basindustrins vinstboom helt uteblivit. Då hade investeringen i basindustrin till stora delar också uteblivit och krisindustrin under 70-talets andra hälft varit avsevärt mindre. Näst bäst hade varit om krisföretagens moderna anläggningar helt enkelt hade stängts efter 1975, när misstagen blev uppenbara. Den sämsta lösningen valdes: driften bibehölls med den nye ägarens pengar, dvs statliga subventioner. Den stora kostnaden av denna politik var att tillväxten hölls tillbaka i den övriga, potentiellt framgångsrika industrin, därför att arbetsmarknadens mekanismer sattes ur spel. Framför allt satte de – trots krisen – höga lönerna i basindustrin riktlinjer för resten av industrin. Det var helt enkelt inte möjligt för de företag som ville växa att rekrytera folk utan att gå upp till krisföretagens lönenivå. Då försvann lönsamheten och tillväxten uteblev. Svensk industriproduktion stod stilla under 10 år. Subventionspolitikens effekter på lönerna verkar ha varit den viktigaste förkla-

ringen till att även den "friska" industrin stagnerade och att den totala, negativa produktionseffekten blev så stor jämfört med utvecklingen i industriländerna i övrigt.¹

Som Örtengren påpekar är det ingenting märkvärdigt med detta. Om utvinningsbar olja hade upptäckts i Sverige på 70-talet eller om några magnifika uppfinningar kommit i industriell produktion så hade övrig industri pressats tillbaka. Att ny, framgångsrik industri åstadkommer denna "crowding out"-effekt är ett normalt inslag i industrins förnyelse. Att med statligt industristöd till de sämsta företagen trycka ut den bästa industrin är dock något helt annat.

Fyra slutsatser från Örtengrens analys bör alltså framhållas särskilt. Först och främst har vi de negativa produktionseffekterna av stödpolitikens inverkan på faktorpriserna, särskilt lönerna. Om statens framgång som företagare och ägare, för det *andra*, mäts med förmågan att skapa långsiktigt livskraftiga företag av krisföretag så har staten misslyckats kapitalt. För det *tredje* har det politiska systemets oförmåga att korrigera misstag genom att i egen regi snabbt avveckla ekonomiskt omöjliga verksamheter klarlagts. För det *fjärde*, slutligen, har utvecklingen demonstrerat det politiska systemets oförmåga att *lära* av sina misstag. Subventionerandet av omöjliga ekonomiska aktiviteter stoppades inte av rationella överväganden utan först när budgetutvecklingen blev kritisk. Kärnfrågan var alltså att politikerna inte ställde några lönsamhetskrav på användningen av skattebetalarnas pengar. De utomordentligt stora kostnader som förorsakats samhället av denna den politiska maktens naturliga inneboende oförmåga att klara marknadens två viktigaste konkurrensfunktioner (innovativ nyetablering och kreativ utsortering) måste alltså, för att inte räknas som ett 100-procentigt misslyckande, ha skapat andra samhällsvärden. Det enda Örtengren kan peka på är en viss fördröjning av nedgången i krisföretagens sysselsättning, som ändå skulle ha ägt rum. Denna fördröjning kostade samhället avsevärt mer än de löner som betalades ut till de arbetare som tillfälligtvis fick vara kvar på sina jobb. För åtminstone varvs-subventionerna gäller att verkstadsindustrin i övrigt (särskilt i Göteborgs- och Malmöområdena) därmed gick förlorad yrkesutbildad arbetskraft som från slutet av 70-talet kom att bli en bristfaktor.

¹ Se Carlsson – Bergholm – Lindberg (1981) och Eliasson – Lindberg (1981).

5 Ägande, förnyelse och marknaden för företagens värdering

5.1 Är ägandet ett problem värt att särskilt studera?

Ägarproblemet har nu introducerats i tre steg. Först har sambanden mellan innovationsaktiviteter och den makroekonomiska tillväxten – det önskade slutresultatet – studerats. Därefter har diskuterats hur ägandets former påverkar innovationsaktiviteten (via incitement, organisation m m). Slutligen studeras – i detta avsnitt – *hur resultatet (vinsten) av innovativ verksamhet fördelas, hur fördelningen påverkar ägarfunktionens ekonomiska effektivitet samt omvänt hur innovativ verksamhet påverkar även fördelningen av vinstresultatet*. En fråga är vilken roll existensen av välordnade marknader för företagsvärdering härvidlag spelar. Eftersom vinst kan uppstå på många sätt – monopol, råvarutillgångar, teknisk skicklighet, tur – kommer vi inte ifrån frågan hur de regler som skall *fördela vinsten* bäst skall struktureras för att vinsten skall uppstå på sådant sätt att produktionens effektivitet samtidigt blir optimal. Detta är i grund och botten samma fråga som Adam Smith en gång ställde. Han bekymrade sig för aktiebolaget, eftersom han felaktigt uppfattade det som en monopolinstitution som på ett för samhället inte önskvärt eller rättvist sätt roffar åt sig oförtjänta vinster. För honom var det viktigt att en effektiv koordinering och en specialiserad produktionsapparat krävde att resultatet kom alla till del på ett rimligt sätt. Denna dynamiska självreglering av en ekonomi kallade han marknadernas ”osynliga hand”. Vad vi fört in i bilden (se Eliasson 1986f) är den kontroll av monopolistens vinstmöjligheter och beteende som teknologisk konkurrens utövar.

Detta avsnitt koncentrerar alltså uppmärksamheten till frågan vad en fungerande marknad för företagsvärden och kontroll betyder för den balans mellan förnyelse och avveckling som diskuterades i det förra avsnittet.

Huvudproblemet är då inte moral och etik utan hur marknadens organisation bäst bidrar till den förnyelse och avveckling som bidrar till maximal och långsiktigt stabil makroekonomisk tillväxt i produktionen. Detta innebär även att det ekonomiska systemets regler innefattar underförstådda kriterier för vad man måste acceptera i form av ojämna fördelningsutfall.

5.2 Fördelningen – ägarnas kontrakt

Ägarkontrakt kan vara utformat på många olika sätt och en relativt bred analys av kontraktens utformning och företagets skötsel i svensk skogsindustri återfinns i Bjuggrens kapitel. Till en början koncentrerar vi oss på aktiebolaget som dominerar i svensk industri och den definition av överskottet som aktiebolagslagen använder. Ägarna i ett aktiebolag har ett *residualkontrakt* med rätt till del i företagets överskott, efter det att andra faktorer tagit ut sin ersättning. Ägaren kan påverka utdelningsbeslutet, beslutet att nystarta företag, gå ihop med andra företag eller lägga ned delar av, eller hela företag. Utöver utdelningen kan aktieägaren få del i vinsten i ett företag genom kapitalvinster på aktierna. Dessa kapitalvinster bestäms av hur andra placerare på aktiemarknaden värderar företaget. Skattelagstiftningen spelar självfallet en stor roll för utfallet av denna värdering. En fråga som uppmärksammas i ett flertal IUI-studier har varit de incitament som skatterna ger att ”låsa in” pengar i företagen genom nedplöjning av vinster. Eftersom skatteläckaget blir stort om vinsten tas ur företagen som utdelning för att via aktiemarknaden kanaliseras till investeringar i andra verksamheter, är det ofta mer lönsamt för ägaren att låta pengarna stanna i företaget för att där investeras till lägre förräntning än vad som annars skulle ha blivit fallet. Avkastningen i form av kapitalvinster till ägarna blir trots detta större. Men det ger upphov till effektivitetsförluster i industrin och lägre produktionstillväxt.¹

5.3 Marknaden som kravställare

För att få problemen väl definierade inleder vi med en observation från Prattens (1976) jämförelse av svenska och engelska företag. Pratten fann att engelska företag vid mitten av 60-talet var avsevärt större än ”motsvarande” svenska företag betraktade som finansiella organisationer (”koncerner”), men avsevärt mindre än de svenska när det gällde anläggningarnas storlek och möjligheterna att utvinna skalfördelar i tillverkningen. Arbetsproduktiviteten i tillverkningen och produktionstillväxten visade sig vara helt överlägsna i de svenska företagen.² Däremot uppvisade de engelska koncernerna en något högre lönsamhet än de svenska. Det statistiska material

¹ Se Södersten – Lindberg (1983), Eliasson – Lindberg (1981) samt Specialstudie VI i *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit.

² Företagen hade matchats så att branschspecifika struktureffekter någorlunda kontrollerades i jämförelsen.

som Pratten använde sig av tillåter inte alltför långtgående slutsatser. Framför allt saknas helt lönsamhetsdata för en längre period. Den fråga som naturligt inställer sig är dock vart de engelska vinsterna tog vägen. Uppenbarligen återinvesterades de inte i industrin. I så fall hade antingen kapitalförräntningen sjunkit eller också en snabbare produktionstillväxt kunnat konstateras. Matematiken är relativt klar på denna punkt.

Industrin i England tappades på finansiella resurser på samma sätt som t ex svensk textilindustri tappats på finansiella resurser under hela efterkrigstiden. På detta sätt upprätthölls en hög kapitalförräntning i de engelska industrierna. Endast de bra företagen fick behålla sina pengar för investeringar. Detta är exakt vad man önskar se på en effektiv marknad. Om kompetensen att förränta kapitalet i framtiden saknas i de företag som råkar ha kompetens att tjäna pengar just då, skall marknaden tvinga ut vinsterna ur företagen för investeringar i andra, mer kompetenta företag. Saknas den nödvändiga kompetensen i industrin bör självfallet pengarna ta vägen någon annanstans.¹ Aktieägarna har en (påverkande) uppgift när det gäller att ta av en icke kompetent företagsledning de finansiella resurser den disponerar. De kan sälja ut så att kursen sjunker och företaget får svårt att attrahera externt kapital. De kan sälja till ägare som är beredda att gå in i företaget och agera, t ex byta ut företagets ledning eller förändra företagets struktur. "Raiders" är en extrem variant på denna funktion. Vi ser mycket klart (från Örtengrens kapitel) hur det går när denna "exitfunktion" försätts ur spel och när aktiemarknadens lönsamhetsprövade finansieringstillskott ersätts av frikostiga statliga subventioner till undermåliga företag med överbetald arbetskraft.

5.4 Skalfördelar och riskkapital

En annan fråga vi kan ställa är huruvida storleken i verksamheten fortfarande är av särskild betydelse. Var finns i så fall skalfördelarna i dagens industri? Vi kan konstatera att skalfördelar i finansieringen är viktiga när stora finansiella risker skall tas, som vid omvandlingen av våra storföretag under 70- och 80-talen. De svenska företagen har de facto i ökande utsträckning blivit storföretag i meningen finansiella organisationer. Detta gäller i dag även i en internationell jämf-

¹ Finns det ingen kompetens att förränta kapitalet inom ett land har prisbildningen kommit i olag. Den svenska "kostnadskrisen" i mitten på 70-talet är ett exempel. Det viktigaste skälet härvidlag var självfallet trögheter i växelkursernas anpassning.

förelse (se Jagréns kapitel III). Men man skall i sammanhanget inte glömma bort Elextrolux "filosofi", nämligen att det endast är genom kombinationer av skalekonomier i tillverkning och i marknadsföring (kalla det marknadsdominans) som det går att uppnå lönsamhet för "mogna", icke högteknologiska produkter.

Om marknaden för en specialprodukt är liten, blir också den absoluta skalan på tillverkningen liten. Men många framgångsrika svenska små industriföretag har lyckats hitta produktområden, där de helt dominerar den internationella marknaden. Svensk industri har varit framgångsrik i sådana "nischer".¹ Flera företag har vuxit sig så stora på avancerade produktmarknader att finansieringskraven för fortsatt tillväxt blivit mycket kännbara, när de tvingats öka sin absoluta storlek för att behålla sin marknadsdominans. Denna typ av expansion gäller endast till en del – och en minskande del – tillverkningsapparaten. De stora finansieringskraven härrör från investeringar i marknadsuppbyggnad och produktutveckling, områden som den existerande kapitalmarknaden är illa rustad att försörja med resurser. Riskkapitalmarknaden, särskilt den känsliga och fortfarande inte särskilt stora venturemarknaden, är tillsammans med storföretagens egna resurser de i många fall enda återstående finansieringskällorna.² Venturemarknaden är i detta val vad ekonomin behöver. Direktfinansiering från (eller uppköp av) storföretagen kan ej alltid anses vara en ändamålsenlig finansieringsform för små företag, som önskar att snabbt expandera, försåvitt de inte omedelbart passar in i det stora företagens marknads-, produktions- och kunskapsstruktur.

5.5 Nya företagsformer

De 37 största svenska företagen satsade 1978 enligt en djärv beräkning³ 52 % på investeringar i maskiner och anläggningar, medan resterande 48 % fördelade sig dels på FoU (huvudsakligen produktutveckling), dels på marknadsföring. Den senare siffran är med säkerhet betydligt högre i dag. Låt oss räkna "lågt" med en 50-50

¹ Se Carlsson – Dahmén et al (1979). I denna skrift återfinns flera centrala teser i Porters (1985) mycket lästa och citerade bok.

² Bankernas minskade benägenhet att ta traditionella kreditrisker är ett särskilt "strukturproblem". Se diskussionen i kapitel II, s 203 om "industri banker" och relationerna mellan industri och banker i Västtyskland.

³ Se s 53 i *De svenska storföretagen – en studie av internationaliseringens konsekvenser för den svenska ekonomin*, IUI, Stockholm 1985.

fördelning. En motsvarande grupp företag satsade 1986 globalt 34 miljarder kronor på maskiner och anläggningsinvesteringar. Med dessa proportioner skulle alltså de tre investeringskategorierna totalt och globalt ha slukat 68 miljarder kronor 1986, att jämföra med hela industrins investeringar i maskiner och anläggningar i Sverige på knappt 30 miljarder kronor. De totala finansieringskraven på de växande moderna svenska storföretagen är således formidabla. Ericssons dubbla finansieringskrav från mjuka investeringar i telekommunikationsområdet och från "Information Systems" får illustrera det problem som nyligen lösts genom försäljningen av Facit och Datadivisionen till Design Function respektive Nokia. I vilken utsträckning kommer framtida krav på riskfinansiering från en långsiktigt framgångsrik svensk industri att gå långt utöver den svenska kapitalmarknadens kapacitet? Detta är en fråga delvis om den svenska kapitalmarknadens organisation, delvis om konkurrerande efterfrågan på resurser, t ex från den offentliga sektorn.

Kapitalmarknaden är än så länge inte särskilt väl utvecklad när det gäller innovativa "instrument" för att klara finansiering och stora risker i ett paket. Det finns för det första ingen tradition att hantera stora volymer finansiering vad gäller mjukt kapital. Om vi går utanför aktiemarknaden erfordras fortfarande "in-teckningsbara" och synliga objekt, även om de representerar mycket små värden jämfört med affärsorganisationens samlade kunskapskapital. För det andra är ett enstaka storföretags risk ofta så stor att den svenska aktiemarknaden inte sällan har svårigheter att ta på sig densamma. Här krävs återförsäkringsarrangemang av den typ försäkringsbolagen har. Den relativa avsaknaden av riktigt förmögna familjer med stora likvida resurser samt ett ur allokeringssynpunkt omöjligt skattesystem är två skäl till att kvantitativa begränsningar av riskkapitalet kan existera. Kapaciteten kan naturligtvis ökas ytterligare om utländska placerare släpps in, dvs om den svenska aktiemarknaden integreras med andra länders aktiemarknader.¹ Men detta kan knappast ske utan en anpassning av svenska skatteregler till dem som gäller i den internationella miljön.

Men riskkapitalet i ett företag kan ta sig många olika former. Amerikanska skräpobligationer ("junk bonds") definierar en särskild marknad för riskfinansiering som ligger nära aktieformen. Kreditrisken är mycket stor. Traditionella säkerheter krävs ej. Placerarna räknar kallt med att ett antal sådana lån kommer att "fallera". Men förräntningen är i gengäld skyhögt vid ett gott utfall. Lån-

¹ I *Growth Policies in a Nordic Perspective*, ETLA, IFF, IUI, IØI, Helsingfors 1987, föreslår vi att en nordisk aktiemarknad till att börja med bildas för att klara detta problem.

tagarna betalar mycket hög ränta, dels därför att enorma belopp (miljarder dollar) skakas fram mycket snabbt (över några dagar), dels därför att de räknar med att kunna betala eftersom deras investeringar förväntas ge mycket hög förräntning. Särskilt "raiders" har använt sig av dessa obligationer. Dessa lån passar de stora institutionella placerarna alldeles utmärkt. Om de placerar en del av sin portfölj på många sådana lån, kan portföljens avkastning bli betydligt bättre än på traditionella lågriskplaceringar, även om flera "junk bond"-utgivare inte klarar sina förpliktelser. Försäkringsbolagens specialförsäkringar för tekniska projekt ligger egentligen också mycket nära kommersiellt risktagande och kan fås att fungera som en form av riskkapital. Om en stor teknisk-kommersiell försäkring tagits, blir företaget mer kreditvärdigt hos vanliga finansiärer.

Kanske ännu viktigare än att diskutera nya exotiska finansieringsformer är att ställa frågan i vilken utsträckning den svenska ekonomin saknar privat riskvilligt kapital i den omfattning och i så stora poster som krävs för en någorlunda stabil prisbildning och en uthålligt fungerande finansiering. Denna marknadsfunktion handlar om de incitament som styr sparandet till aktiemarknaden snarare än till andra marknader, samt till rätt företag och bort från dåliga företag (informationsaspekten). Vad händer med denna funktion innan börsboomen kollapsat och därefter?

5.6 Vart tog resurserna vägen?

Den fråga som Prattens (1976) analys reste var om förräntningskraven, även i den friska delen av svensk industri, sattes lägre än i engelsk industri (se avsnitt 5.3). Pengar återinvesterades ju till lägre förräntning i de svenska företagen än i de engelska. Men företagens interna användning av sina vinster har inte avspeglats i en motsvarande ökning av det reala kapitalet. En förklaring till detta kan vara att de lägre förräntningskrav som den låga alternativavkastningen i Sverige möjliggjort även sänkt effektiviteten i investeringsresursernas användning. Många misslyckade investeringsprojekt har fått skäras av. En annan förklaring kan vara att de tidigare diskuterade mjuka investeringarna dragit stora resurser.

En tredje förklaring kan vara en förskjutning mot en ökad andel rent finansiella placeringar, placeringar som under det senaste decenniet blivit mer lönsamma. Företagens benägenhet att kanalisera en större andel av sina internt genererade resurser till portföljförvaltning har ökat. De svenska devalveringarna i början av 80-talet i kombination med valutaregleringar gav mycket stora likvida resurser, som påtagligt ökade denna tendens. En effektivisering genom avreglering av kreditmarknaden påskyndar dessutom denna utveck-

ling, liksom internationaliseringen av det nationella kreditsystemet. Därmed ställs finansiella investeringsmöjligheter i de internationellt sett bästa företagen och de "bästa" värdepapperen till de inhemska företagens förfogande. Den traditionella produktionens lönsamhet jämförs med dessa referensmått och utsätts därför för hårdare lönsamhetskrav. En sådan utveckling är farlig för ett land som inte vårdat sig om en fortlöpande uppdatering av sin "lokala" industriella kompetens eller som inte kan kontrollera ekonomins interna prisbildning.¹ Resurser kommer då att lämna industrin. Under de senaste 10 åren har dock denna alternativa användning av vinstresurser i första hand skapats av den offentliga sektorns oförmåga att kontrollera sin budget. Stora underskott har drivit upp räntan och gjort det mer attraktivt för företagen att investera i statspapper än i produktion. Tidigare kallades denna effekt i keynesianska termer "crowding out"-effekten. I mer raka ordalag handlar det om en ökad konsumtionsbenägenhet från en stor offentlig sektor, eftersom de förstörda finanserna i nästan alla industriländers offentliga budgetar berott på att den offentliga konsumtionen inte anpassats till den lägre tillväxten i inkomsterna.

Den offentliga sektorns finansiering och (i många länder) stora underskott är i ett avseende direkt relaterat till ägarrollen och finansmarknadens funktionssätt. De senaste åren har kännetecknats av mycket aktivare "placerare" på aktiemarknaden, delvis i Sverige men framför allt i USA. Grovt felaktiga värderingar av företagens substansvärden på aktiemarknaden har skapat incitament för personer som kombinerar finansiellt och industriellt kunnande att tjäna pengar på att köpa upp undervärderade företag. Det gäller *dels* företag som är undervärderade därför att marknaden är dåligt informerad eller inkompetent, *dels* företag som är rätt värderade såsom de vid köptillfället är sammansatta, men vars delar, om det styckas upp, tillsammans har ett mycket högre värde. I det första fallet behöver aktiemarknaden allmänt aktiveras, i det andra fallet förutsätts specialkompetens; en förening av den industriella och finansiella kompetens som "raiders" besitter. Tidigare har denna kompetens, i den mån den existerat, i allmänhet funnits organiserad inom större industriföretag. Det nya, innovativa, är att finansmarknadernas utveckling under senare år gjort det möjligt för betydligt mindre företag, ja till och med privatpersoner att genomföra affärer ("deals") i mångmiljardklassen. Dessa sk raiders dök upp i USA under 70-talet och har under de senaste åren börjat göra sig gällande

¹ Se på denna punkt Eliasson – Lindberg (1986) där det hävdas att den höga reala räntan 1984–87 höjt vinstmarginalkraven i företagen och därmed hållit tillbaka löneglidningen.

i Europa. De har skapat en moralistiskt laddad debatt i USA och även i vårt land. Gör de nytta eller är de till skada? Vi återkommer till detta nedan.

En slutsats som följer av detta kapitel är att en stabil, fungerande, kompetent och bred marknad för företagsvärdering är avgörande för en väl fungerande och stabil tillväxt i en modern, differentierad industri. Då kommer olämpliga företagskombinationer inte att överleva så länge att raiders kan göra snabba eller jättelika vinster på uppstyckning. Då kommer dessutom nya kombinationer av företag att underlättas, därför att det finns en extern marknad som kan ge en opartisk värdering av företaget som det nu ser ut, samt som kräver – för att ställa upp nästa gång – att omkombineringar av företagen sker under för ägarna acceptabla former. Vi avslutar därför detta kapitel med att försöka besvara frågan om ”var den svenska aktiemarknaden just nu befinner sig”. Men vi börjar med en statistisk illustration över hur det sett ut, och vad som händer om företagsvärden på aktiemarknaden blivit helt felsatta, sett i ett långsiktigt perspektiv.

6 Vad har marknaden satt för värden?

Fakta, framtida förräntning och osäkerhet bestämmer ett förmögenhetsobjekts värde. Fakta är i första hand dagens vinster och förräntningen gäller de framtida vinsterna. Man kan vara osäker på hur stora dessa blir samt hur mycket som får behållas sedan staten tagit sitt.

6.1 Hur pålitlig är marknadens värdering av företagens substansvärde?

Figurerna 3 och 4a,b,c visar räntabiliteten och aktiekursernas utveckling under efterkrigstiden. Aktiekurserna är satta i relation till industrins substansvärden.

De goda vinsterna efter kriget skapade stora förväntningar om framtida vinster. Konsekvensen synes ha blivit att aktiemarknaden diskonterade en framtida snabb vinsttillväxt i form av aktiekurser som växte fortare än substansvärdena till mitten av 60-talet. Då började förutsättningarna för fortsatt, lika snabb vinsttillväxt och bibehållen hög räntabilitet att minska. De tidigare årens goda vinster hade dessutom givit upphov till en politisk diskussion om att beskatta kapitalvinsterna hårdare. 1965 skärptes skatten för kapital-

vinster på aktier avsevärt. Även om räntabilitetsnedgången under 60-talet blev måttlig (se figur 3) så blev konsekvensen av de ändrade förväntningarna och skatterna att aktiemarknadsvärdena (q-värdena) gick in i en nedgångsfas. Kurserna började släpa efter substansvärdena i industrin ännu mer än tidigare. Konjunkturuppgången 1969/70 bröt tillfälligt detta nedåtgående mönster. Men det förstärktes desto mer av den begynnande "socialiseringsdebatten" kring löntagarföretagen några år in på 70-talet. Krisen vid 70-talets mitt knäckte marknaden totalt. Aktiemarknadens värdering av de svenska företagen blev under 1979 så orimligt låg som 40 % av det samlade substansvärdet. Att förväntningar och oro spelade in visat vinst- och utdelningsutvecklingen (se figurerna 3 och 6). Inte heller marknadsräntan, ett mått på alternativa placeringsmöjligheter, kan förklara svackan (se figur 3). Vi kommer dessutom att från Örtengrens kapitel få se, att 70-talets vinstsvacka i den friska delen av industrin, dvs industrin exklusive krisföretagen, endast var obetydligt kraftigare än en normal konjunkturedgång. De börsnoterade industriföretagen hade en klart bättre vinstutveckling än hela industrin, därför att de verkligt stora krisföretagen var eller blev statligt ägda.

Utvecklingen i Sverige var delvis unik (se figur 4c). Världen i övrigt uppvisade under andra hälften av 70-talet relativt normala q-värden, medan den svenska marknaden var klart undervärderad. En häftig uppgång började dock i slutet av 70-talet. Något motsvarande ägde inte rum i omvärlden förrän en bit in på 80-talet och gick inte att jämföra med den våldsamma mångdubblingen av börsvärdet 1982/83 i Sverige. Rekyl 1984–85 verkar ha återfört den svenska börsern till "världsstandard". Under 1987 års "börs kris" verkar inte heller den svenska börsern ha varit mer instabil än "världsindex". Det är dock intressant att observera hur den svenska ekonomiska politiken genom att under 70-talet skapa en extremt felvärderad börs beredde vägen för våldsamma förmögenhetsöverföringar.

Värdeutvecklingen på börsern förklaras delvis av de individuella företagens utdelningar och vinster. För det första finns en positiv korrelation mellan q-värdet och företagets förmåga att förränta sitt kapital utöver industrilåneräntan.¹ Företagen har också en tendens att korrelera den andel av substansvärdet man är beredd att dela ut varje år med just överförräntningen av kapitalet (se figurerna 6). Eftersom denna överförräntning sjunkit sedan början på 70-talet har också utdelningsprocenten sjunkit, dock inte fullt lika starkt som kapitalförräntningen under 70-talets krisår.

¹ Visas ej, men framgår om man jämför sambanden mellan q-värde och utdelning å ena sidan (figurerna 7) och utdelningen och kapitalets förräntning å den andra (figurerna 6).

Eftersom figurerna 6 och 7 visar genomsnittsvärden för 5-årsperioder kan man tolka sambandet som uttryck för långsiktiga förväntningar om vinster respektive om en långsiktig utdelningspolitik. Som en konsekvens av vad som redan sagts är även q -värdet starkt korrelerat till utdelningarnas storlek. Huruvida det är vinsterna eller utdelningarnas storlek som bestämmer kurs och q -värden kan vi inte avgöra från denna enkla analys. Det kräver ett betydligt noggrannare studium av hur mycket marknaden vet om respektive företag, dvs om marknads förmåga att dra egna slutsatser – utöver utdelningspolitiken – om företagets framtida vinster, samt av hur q -värdena utvecklats för företag med olika utdelningspolitik under i övrigt liknande förhållanden.

Låt oss försöka bedöma marknads förmåga att rätt värdesätta företagets värden genom att närmare granska de definitioner på q -värden som använts.

Det i princip korrekta sättet att mäta q -värden är att använda återanskaffningsvärderade kapitalmätt i nämnaren. Om vi för tillfället bortser ifrån problemet hur denna värdering i praktiken skall gå till, kan ett q -värde som långsiktigt löper under 1 (som alla år med ett undantag i figur 4a) tolkas på två sätt. Antingen har företagen systematiskt investerat sina disponibla resurser (egen vinst eller lånade medel) till en lägre förräntning än vad som varit möjlig att erhålla nominellt på kapitalmarknaden, eller också är marknaden oinformerad eller inkompetent i andra avseenden. Dålig lönsamhet kan bero på dåliga beslut men också vara en konsekvens av ett ex skattesystemet. Detta samhällsekonomiskt ineffektiva, men privatekonomiskt effektiva, beteende styr då investeringar mot hög avkastning för aktieägaren efter skatt, men låg avkastning före skatt (se Eliasson – Lindberg 1981, Södersten – Lindberg 1983). Vill man slippa denna effekt ändrar man skattesystemet. Den alternativa förklaringen, en dåligt fungerande aktiemarknad, kan också ha sin grund i ovilja hos marknads agenter att ta risker. Risker kan uppfattas genuint ekonomisk såväl som politisk.

Vi konstaterar först att räntan kommer igen såväl i nämnaren (som ett uttryck för den alternativa placeringsmöjligheten) som i täljaren (i form av en påverkan på aktiemarknadens diskonterings-sats). Kapitalmarknadens effektivitet och jämviktsegenskaper kommer med andra ord i centrum för analysen.

Men detta räcker inte som förklaring. När vi tittar på figur 4c finner vi q -värden över 1. Här har bokförda värden av det egna kapitalet använts. I princip är detta felaktigt. Men å andra sidan slipper man de omöjliga mätproblem som är förenade med inflationskorrigering av förmögenhetsvärden. Om inflationen är hög innebär detta inte desto mindre att fel av varierande storlek kryper in i en q -värdeberäkning grundad på historiska, bokförda kapitalvärden. Det kor-

rekta värdet underskattas och detta gäller i högre grad ju effektivare företagens investeringsbeslut är, dvs desto högre förräntningen på industrins investeringar är i förhållande till en tänkt referensränta på kapitalmarknaden.

Kan detta innebära att de konventionella värderingsmetoder som aktiemarknadens experter använder sig av får oss att tro att aktiemarknaden nu är övervärderad, medan en mer korrekt analys visar att substansvärdena fortfarande är undervärderade? Industrins förräntning av sitt produktionskapital verkar ju trots allt ha hållit sig över låneräntan (se figur 3), varför substansvärden i snitt bör kunna anses motsvara riktiga värden.

Låt oss titta på hur marknaden värderat vinster och utdelningar hos individuella företag. Analysen bygger på en sambandsberäkning på punktsvärmarna i figurerna 6 och 7.¹ Varje punkt representerar ett börsföretag som varit registrerat på börsen under alla de år perioderna täcker. Vad vi kan konstatera från denna analys är att de där uppritade regressionslinjerna ligger förvånansvärt stilla över hela perioden 1966-85. Q-värdena är klart positivt beroende av utdelningskvoten. Ett q-värde på 1 skulle ha krävt en utdelning ur substansvärdet på 3-5 % procent under den studerade 20-årsperioden.

Utdelningarnas samband med överförräntningen av kapitalet ligger nästan lika stilla. Endast krisperioden 1976-80 innebar en avvikelser. "Börsens experter" tycks i första hand reagera på utdelningen, ej vinsten, medan företagen stabiliserar utdelningarnas storlek genom att variera uttaget ur vinsten. Detta gäller i första hand "krisperioden" 1976-80, när företagen överlag delade ut mer

¹ Låt U stå för utdelningen i procent av substansvärdet, samma som i q-värdet, samt ϵ för överförräntningen över industrilåneräntan i procent. Följande enkla OLS-kalkyler har gjorts:

<i>Period</i>	<i>Utdelningsfunktion</i>	<i>R²</i>	<i>Samband q-värden och utdelningar</i>	<i>R²</i>
1966-70	$U=2,4+4,7 \epsilon$ (2,7)	0,17	$q=0,14+0,26 U$ (3,7)	0,28
1971-75	$U=2,6+5,9 \epsilon$ (4,5)	0,36	$q=0,09+0,20 U$ (5,4)	0,45
1976-80	$U=3,4+1,4 \epsilon$ (7,0)	0,59	$q=0,06+0,18 U$ (5,1)	0,43
1981-85	$U=3,3+6,4 \epsilon$ (4,0)	0,32	$q=0,19+0,25 U$ (2,7)	0,18

än de hade pengar till,¹ även om utdelningarna ändå blev så små att de sänkte kursen. Under perioden 1981–85 återfördes sambandet ungefär dit det legat perioden 1966–75. Bortsett från ”krisåren” 1976–80 verkar därför värderingen av företagens nettotillgångar med hjälp av utdelningarnas storlek i stora drag ansluta sig till de samband som gällt under perioden 1966–75. Att q-värden och börsen gått upp mycket kraftigt under perioden 1981–85 beror därför tydligen ej på att värderingsprinciperna ändrats utan på att utdelningarna gått upp och att utdelningen i stora drag backas av en underliggande god förräntning av industrikapitalet. Det är därför särskilt intressant att fråga sig var börsens q-värden ligger just nu och hur denna värdering skall tolkas i termer av placerarnas förväntningar om framtida utdelningar.

Även om de underliggande värderingsprinciper som marknaden tillämpar verkar ha varit någorlunda stabila, är det uppenbart att den situation som statistiken beskriver för perioden 1966–85 inte var bra för den industriella utvecklingen i Sverige. Att svängningarna i företagens värde och den kollapsade aktiemarknaden 1976–80 speglar en lika våldsamt utveckling hos vinsterna snarare förstärker detta konstaterande. Incitament till kraftiga förändringar i aktieportföljen i samhället fanns, som inte hade särskilt mycket med befrämjandet av långsiktig industriell utveckling att göra. Som en konsekvens av detta inträffade efter 1979 den kraftigaste och snabbaste förmogenhetsomfördelningen i svensk registrerad historia, när aktiekurserna under loppet av fem år allmänt lyfte från q-värden på 40 till ca 110 % direkt efter en tioårsperiod av mycket snabb värdestegring på fastigheter och mark. Utöver q-värdestegringen beror börsindex ökning även av ökningarna i substansvärdena som ägt rum under senare år. De placerare som gick ur fastighetsmarknaden när den kulminerade 1979 och in i aktier med högt belånade portföljer har kunnat tillgodoräkna sig en enorm värdestegring. Om de dessutom haft tur, kompetens eller information nog att satsa på exakt rätt objekt samt gått ur marknaden alldeles innan kraschen 1987, hör förmogenhetstillväxten en helt annan värld till. Som en konsekvens har det dessutom visat sig att de ägargrupper som såg till den långsiktiga industriella utvecklingen under många år fick en lägre värdetillväxt på sina totala portföljer än de som såg till de snabba vinsterna och var beredda att ändra sin portföljs sammansättning i takt med vind-

¹ Detta är ett rationellt beteende om företaget går dåligt och man inte tror på en bättring. Då bör företagets resurser komma till bättre användning någon annanstans. Om samma utdelningsbeteende är rationellt i en tillfällig recession för att hålla uppe aktiemarknadens värdering av företaget är en annan fråga.

kasten i den krabba sjö som kännetecknat det senaste decenniets aktiemarknad. Väsentliga delar av detta skeende är en konsekvens av den politik med vars hjälp man mot "marknaden" försökt utjämna inkomsterna i samhället samt undandra ägarna de vinster som skapats i företagen (se mer nedan och *Att rätt värdera 90-talet*, op cit, kapitel VII och Specialartikel VI). Automatiska korrigeringar ägde så småningom rum på marknaden för förmögenhetsobjekt. Adam Smith's osynliga hand fungerade med andra ord utomordentligt illa under denna tid och orsakerna skulle kunna sammanfattas med två ord, skatter och inflation, två variabler som länge ansågs ligga under offentlig politisk kontroll. Det är intressant att konstatera att ingen, bortsett från några få insiktsfulla aktörer i marknaden, insåg och förutsåg de komplexa interaktionseffekter mellan olika marknader som skulle följa av priserna med hjälp av att politik sattes "fel" i vissa av ekonomins marknader. Det finns ingen dokumenterad ekonomisk-politisk debatt kring frågan förrän efter det att effekterna inträffat. Detta konstaterande får räcka för att erinra om hur litet vi vet om en marknadsekonomis inre dynamik samt om svårigheten att organisera en effektiv marknad (mer om effektiva marknader i kapitel II).

När aktiemarknaden sätter q-värden i närheten av 50 % på stora, välskötta företag – samtidigt som realistiska bedömare ser att normala förhållanden så småningom måste inställa sig – fungerar denna andrahandsmarknad för kapitalobjekt dåligt. Det blir svårt för placerare som vill markera sitt missnöje genom att sälja (exit), dvs att lämna en undervärderad aktie. De som vill åstadkomma förändring måste gå in och ta över befälet. Det är visserligen billigt att komma in (voice), men han eller hon måste vara långsiktigt seriös för att konkurrera med dem som köper kortsiktigt med snabba vinster för ögonen. Det är svårt för företag som funderar på samarbetsprojekt eller omstruktureringar att med marknadsvärderingens hjälp komma överens om hur de framtida strukturvinsterna skall delas. Vid ett q-värde under 1 sätter ju aktiemarknaden ett lägre värde på företagets substans än det kostar att nyinvestera. Om inte speciella skatteförhållanden och historiskt dåliga investeringar åstadkommit detta, är en sådan situation en klar signal att realinvesteringar bör dras ned. Behöver man kapacitet, är det billigare att köpa ett "färdigt" och bemannat företag.

På en fungerande aktiemarknad bör q-värdet på en bred aktieportfölj långsiktigt hamna ungefär vid ett. När detta gäller värderas företagets substans på aktiemarknaden till ungefär vad det kostar att nyinvestera. Det finns dock olika skäl till avvikelse. Skatterna kan, som vi redan påpekat, premiera nedplöjning av vinster i lågräntabla företag; q-värdena kommer då att sjunka. Högräntabla investeringar i kapital som inte aktiveras i balansräkningen (t ex pro-

duktutveckling och marknadsföring) höjer q-värdet.¹ Hög riskaversion hos marknads agenter kan driva ned q-värdena långt under 1. Vi har redan diskuterat de politiska och ekonomiska riskernas effekter.

Om de framtida, förväntade vinsterna på aktiemarknaden diskonteras med den lägre räntan på industrilån, innebär detta att industrins förräntning ligger i närheten av räntan. Figur 3 visar att detta inte normalt gäller. Historiskt har förräntningen legat högre än låneräntan samt aktiemarknadens diskontering av framtida vinster varit snabbare. Mellanskillnaden brukar (se Eriksson – Södersten 1979) tolkas som en riskpremie för ägarna. Om statsmakten organiserar skattesystemet eller påverkar osäkerheten så att q-värdena svänger våldsamt och inte konvergerar mot 1, kan man vara säker på att effektiviteten i resursernas allokering sätts ned.

För enskilda företag kan marknads värdering av substansen klart avvika från företagets dagsaktuella vinstsituation. Avvikelserna skall i princip spegla variationer i det individuella företagets risksituation. Men vi har också diskuterat betydelsen av räntabla satsningar på icke aktiverat, ”mjukt” kapital. Detta innebär att lönsamma högteknologiföretag, t ex läkemedelsföretag, tenderar att ha mycket höga q-värden. De samband som kan registreras mellan företagets överförräntning av sitt kapital och deras q-värden är dock klart positiva och relativt stabila, ett förhållande som torde spegla en viss stabilitet i förväntningsbildningen och uppfattningarna om företagets risksituation.

Att betydande variationer i utvecklingen mellan i dag och i morgon för enskilda företag är ordningen för dagen visar figur 5 men också att det normalt tar en mycket lång tid för ett (stort) höglönsamt företag att bli ett låglönsamt företag, och vice versa. I en fungerande aktiemarknad bör däremot en tillräckligt bred portfölj – dvs en portfölj där individuella företagsrisker tar ut varandra – någorlunda väl ansluta sig till substansernas värdering, om de inte dras ned av osäkerhet eller av att andra marknader är i olag, t ex andra finansmarknader. Man skulle kunna säga att relationen mellan räntan och företagets förräntning i medeltal i figur 3 delvis speglar jämvikten på alla marknader tillsammans.

6.2 Stabiliteten i vinsternas och värderingarnas fördelning

Monopoldebatten i USA har länge sett jätteföretagen som ”permanenta”, monopolskyddade av sin storlek mot allehanda överrask-

¹ Se *Kunskap, information och tjänster*, op cit.

ningar i marknaden, bl a konkurrerande nyetablering. Ursprungligen gällde diskussionen naturliga monopol (en gruva, en lagstiftad rätt att driva handel ensam, industriprivilegierna i den gamla tidens Sverige etc. Även AMS arbetsförmedlande verksamhet eller liknande, av lag eller beskattning skyddade offentliga verksamheter, hör hit). Redan Adam Smith oroade sig för sådana monopol, som han ofta associerade med just aktiebolaget. Denna typ av monopol förklarar dock knappast framgången för företag som IBM eller ASEA-Brown-Bowery, vilka byggt upp sin marknadsledande ställning på teknologisk konkurrens och förvärvat teknologisk överlägsenhet. Inget av de två nämnda företagen går heller säkert i den experimentellt organiserade ekonomi vi presenterat, i vilken en stor del av de internationella företagen arbetar.

Den gamle Schumpeter (1942) hyste oro för möjligheten att företagens innovativa verksamhet skulle kunna rutiniseras, så att det företag som en gång råkat få ett teknologiskt försprång därefter för all framtid skulle kunna behålla detta försprång i kraft av sina resurser och sin förmåga att administrera sin egen teknologiska utveckling. Om det bästa företaget förblir bäst, kan det plöja ned sina egna vinster i egen investeringsverksamhet och så småningom bli ensamt i marknaden. Det stora intresset under senare år för "The Management of Technology" tyder på att många företag själva tror på att man med vetenskapliga metoder kan lära sig att bli teknologiskt överlägsen.

Om företag genom FoU kan uppnå förutsebara skalfördelar i produktionen bryter – som nämnts – traditionell ekonomisk teori samman (se vidare kapitel II). Vi har dock ifrågasatt om denna utveckling överhuvud taget är möjlig i den experimentellt organiserade ekonomi som skisserades inledningsvis och som kännetecknas av fri etableringsrätt och nära nog obegränsade internationella affärsmöjligheter. Svaret är förmodligen nej. Möjligheterna till ohämmad teknologisk konkurrens genom fritt tillträde till marknaderna och öppna gränser håller företagens resurstillväxt i schack. Det är dessutom en vanlig erfarenhet att det är dyrt att ligga först i teknisk utveckling. Man misslyckas ofta vid introduktionen av nya produkter och även om man lyckas får man inte alltid tillbaka kostnaderna, därför att någon konkurrent varit nästan lika snabb och raderat ut den temporära monopolvinsten. Många har inte desto mindre pekat på storföretagens till synes garanterade positioner och stabila vinster som ett tecken på att de tillväxtskapande, temporära monopolerna trots allt är permanenta (se t ex Mueller 1977, 1985). Låt oss därför studera hur stabil vinstutvecklingen varit i våra stora börsnoterade företag.

Figur 5 följer 42 industriföretag över fyra femårsintervall. Kapitets förräntning över industrilåneräntan 1966-70 relateras till mot-

svarande tal 1971-75, 1976-80 respektive 1981-85. De tre punktsvärmarna finns inritade med olika tecken på kurvan. Regressionslinjer har lagts genom varje punktsvärm. Mellan åren 1966-70 och 1971-75 finns en viss stabilitet i vinsten. Perioden utgjorde dock slutet på en period av stadig tillväxt med pålitlig prisbildning, som bröts 1974. Under denna period tenderade ett företag som var lönsamt ena perioden att vara lönsamt även den andra perioden, därför att inga drastiska omställningar till nya marknadsförutsättningar krävdes.

När överförräntningen 1966-70 relateras till motsvarande tal 1976-80 försvinner korrelationen helt. Oljekrisen har i ett slag kastat om lönsamhetsförutsättningarna för våra traditionella storföretag. Under perioden 1976-80 inställer sig en ny form av ordning. De nya vinstförutsättningarna har endast marginellt påverkat företagens produktionsinriktning etc. Sambandet mellan överförräntningen 1966-70 och motsvarande tal 1981-85 är signifikant negativt. Omkastningen i företagens relativa ranking underskattas dessutom av två skäl. Flera företag som gått dåligt har försvunnit ur listan. Vi talar om stora finansiella organisationer, som inom sig bör kunna klara en betydande intern utjämning och lönsamhetsstabilisering. Så var tydligen ej fallet under oljekrisens år. Denna observation torde vara nog för att stödja den yngre Schumpeters antaganden om oförutsebarheten hos den innovativa processens utfall, som kännetecknar den experimentellt organiserade ekonomin. I de experimentellt organiserade ekonomierna kan inte ens ett storföretag känna sig säkert för nya oväntade störningar eller ny oväntad konkurrens. Inte ens "det bästa" företag kan heller byta marknad och produkter utan betydande omställningssvårigheter. Förklaringen är att denna typ av omställning kräver ett radikalt byte av kompetensstruktur, vilket till stora delar är liktydigt med byte av personal (se Eliasson 1987b). Intensiv teknologisk konkurrens på produktmarknaden är därför den bästa garantin mot monopol.

6.3 Hur fungerar aktiemarknaden?

Medan osäkerhet, förväntningar och fakta bestämmer ett förmögenhetsobjekts värde så avgör marknadens organisation hur fakta påverkar värderingen. Marknadsprisernas effektivitet som informationsbärare när det gäller att nedbringa osäkerheten i beslutsfattandet och att få förväntningarna i linje med det framtida händelseförloppet avgörs av stabiliteten i prisbildningen. Detta är dels en fråga om ryckigheten i utvecklingen, dels en fråga om hur väl priserna följer den underliggande reala ekonomiska utvecklingen. På aktiemarknaden handlar underliggande realiteter framför allt om utvecklingen av vinster och utdelningar. En huvudtes i detta kapitel

har varit att aktiemarknaden är den viktigaste av de marknader på vilka företagen opererar. Aktiemarknaden förenar de finansiella och de reala delarna av en ekonomi. När marknaden är i jämvikt speglar priserna fullständigt den reala sidan av ekonomin. Men det råder osäkerhet om (se avsnitt 5.1 i kapitel II samt Eliasson 1985b, s 303 ff och Stiglitz 1985), huruvida denna situation överhuvud taget är uppnåelig i en normalt fungerande ekonomi.

Teknisk förändring, innovationer, förnyelse och avveckling står hela tiden jämvikten i en ekonomi och marknadens förmåga att tillförlitligt kommunicera information. Fullständigt kaos eller en situation med perfekt information (i ”jämvikt”) är de två extremfall mellan vilka marknaden opererar och de enda som ekonomer är bra på att analysera.

Man har experimenterat med olika teoretiska begrepp för att konceptualisera problemet med en ekonomi som arbetar utanför jämvikt, men som ändå har de jämviktsegenskaper som gör den information marknaden signalerar tokningsbar i en för beslutsfattande meningsfull bemärkelse. Ett sådant begrepp är ”rationella förväntningar”, som går ut på att alla agenter ”lär sig” hur marknaden fungerar inklusive politikernas försök att lura dem, samt att dessa förväntningar inkorporerar denna kunskap så att de i medeltal träffar rätt. Marknaden får därmed alltid rätt. Men detta är egentligen bara ett sätt att med hjälp av antaganden föra in en ny, något varierad definition på det gamla jämviktsbegreppet, nämligen att ekonomin är organiserad på ett sådant sätt att man i princip kan lära sig hur den inom en överskådlig framtid kommer att fungera. Om detta är rimligt att tro, eller anta, är ännu ej vare sig teoretiskt eller empiriskt påvisat, även om diskussionen i kapitel II talar för att det på teoretiska grunder inte är acceptabelt att a priori ge ekonomiska modeller sådana egenskaper. Tills vidare bör därför det mera generella antagandet göras att marknaden systematiskt över- eller undervärderar och därför kan ha ständigt fel på så sätt att priserna ej blir pålitliga informationsbärare. Den marknad där detta problem tränger sig särskilt på är kapitalmarknaden, över vilken alla agenter framtidsföreställningar koordineras via räntebildningen (se vidare kapitel II, avsnitt 5.1.2 och 5.2.1).

Vi tar upp detta något teoretiska resonemang av två skäl. För det *första* illustrerar utvecklingen av prisbildningen på aktiemarknaden under 70-talet (se ovan) hur agenterna så småningom lär sig att korrigera priserna. Under mellantiden ligger priserna fel och ställer till med alla möjliga problem i den reala ekonomin. Detta får illustrera faran av att med politik ”meka” i ett känsligt informationssystem.

För det *andra* framhåller dessa resonemang ett viktigt förhållande, nämligen att informationshanteringen – tvärt emot vad som varit brukligt att anta i ekonomisk analys – drar betydande resurser.

Det kostar direkt att göra rätt. Det kostar indirekt att göra fel genom att förluster uppstår eller vinster uteblir. De resurser som sätts in för att förbättra informationshanteringen effektivitet på en marknad speglas tydligt av marknadens institutionella organisation. Det faktum att lager efter lager av finansiella intermediärer kan livnära sig på att köpa och sälja finansiella kontrakt av och till varandra kallas i en viss del av litteraturen och debatten för spekulation. Å andra sidan kan man hävda att om vi haft den djupa aktiemarknad vi har i dag, eller den ännu djupare och mer integrerade kapitalmarknad som finns i USA, hade vi sluppit den grava felvärdering av industrins substansvärden som ägde rum på 70-talet. Den var sannolikt inte bra för ekonomins reala utveckling och bidrog dessutom till stora oförutsebara förmögenhetsöverföringar. De som ojar sig över spekulation har i dag inget bra argument, för de måste då tillägga att vi behöver fler och mer kompetenta spekulanter för att möjligheterna att göra snabba, stora och oförtjänta vinster skall försvinna. Med tillräckligt många agenter hade det alltid funnits tillräckligt många som varit beredda att satsa på att de flesta hade fel. Den stora frågan just nu är, om aktiemarknaden i dag är bred och djup nog för att snabbt komma till rätta efter 1987 års internationella börskrasch samt klara övergången till den normala marknadsprisbildning vi behöver på 90-talet.

6.4 Ägandets fördelning

Frågan om ägandets fördelning har två dimensioner, å ena sidan makt och fördelning, å andra sidan prisbildningens och konkurrensens effektivitet när det gäller styrningen av resursernas fördelning.

Frågan om makt och fördelning har redan ägnats tillräckligt mycket uppmärksamhet i litteraturen. Prisbildningens effektivitet å andra sidan är ett så pass svårt problem att forskningen fortfarande stampar i farstun till de intressanta problemen. Vi bortser då från analys inom den statiska allmänna jämviktsteorins ram, som egentligen inte är tillämpbar här. Vi måste dock formulera problemet, eftersom man inte kan ha mycket att säga om makt och fördelning, om man inte förstått hur prisbildningen på förmögenhetsobjekt fungerar i en marknad kännetecknad av asymmetriskt fördelad information, genuin osäkerhet om framtiden och instabila förväntningar; en marknad som sällan eller aldrig befinner sig i jämvikt.

Aktiemarknaden är en marknad för ett speciellt förmögenhetsobjekts värdering, nämligen industriellt kunnande, där följaktligen information och risk är en dominerande transaktionsfaktor. Informationen är mycket ojämnt fördelad, liksom kunskapen att utvärdera densamma.

Risken att göra fel är stor, men belöningen vid rätt beslut är också mycket stor. I en marknad där transaktioner i osäkra nuvärden dominerar är det traditionella jämviktsbegreppet inte användbart. Förmögenhetsvärden måste därför bli ojämnt fördelade men blir samtidigt på grund av marknadens karaktär rörliga och osäkra, inte minst till sin storlek. Marknaden för förmögenhetsobjekt bör varken betraktas som ett lotteri eller förklaras med försäkringsmatematik, eftersom grunden för de värden som skapas bestäms av hur fördelningen går till.

Eftersom själva grunden för de moderna industriföretagens ekonomiska värde är marknadens uppfattning av hur bestående företagens kunskapsförsprång är, blir värderingen beroende av något som inte kan förutses i vanliga sannolikheterstermer, nämligen hur snabbt konkurrenter genom oförutsebara innovationer kan konkurrera bort dessa förmögenhetsvärden. På särskilt utsatta marknader och för särskilt utsatta företag diskonteras dagens vinster därför ned mycket hårt. Det är distinktionen mellan kalkylerbarhet och försäkringsbarhet å ena sidan och en situation där ett försäkringskontrakt inte kan definieras, som motiverar den Knightska (1921) distinktionen mellan försäkringsbar risk och osäkerhet. För osäkerhet existerar inga marknader för risk. Osäkerheten får företagen själva hantera internt. Därför var osäkerheten den marknadsimperfection som enligt Knight utgjorde den rationella grunden för företagets existens. Frågan hur exakt osäkerhet skiljer sig från risk kommer (i kapitel II) att visa sig vara central för finansteorin.

6.5 Aktiemarknadens institutionalisering – en fråga om kunskapsfördelning, risk och långsiktighet

a) Tre finansieringsspärrar för de riskfyllda projekten

Förmågan att absorbera risker är en fråga om information och skala, dvs de stora talens lag. En fungerande aktiemarknad i ett avancerat industriland kräver därför ett tillräckligt stort antal placerare eller investerare, som förenar kompetens med kapacitet att samla upp många små förmögenheter. De måste vara stora nog att kunna absorbera de risker som följer med olika typer av affärsverksamhet. Varje industriland kan naturligtvis klara detta problem genom att integrera sin aktiemarknad med den internationella kapitalmarknaden. Men i och med att kompetens krävs för att allokeringen skall bli effektiv blir produktionsresultatet inte längre oberoende av var sparandet kommer ifrån. Detta senare har varit ett klassiskt antagande i ekonomisk analys.

De resurser som via aktiemarknaden ställs till de riskfyllda investeringsprojektens förfogande måste klara åtminstone tre kriterier ("spärrar"). För det *första* måste tillräckligt stora resurser komma fram (riskvilligt sparande). För det *andra* måste en kvalificerad utvärdering av projekten ske, vilket är särskilt svårt när vi har att göra med innovativa satsningar om vilka marknaden saknar erfarenhet. För det *tredje* måste på något sätt avkastningskraven sättas, hårt och marknadsmässigt. Begreppet marknadsmässighet är i sin tur något som inte kan frikopplas från frågan hur en effektiv marknad är organiserad. Hur många aktörer och hur öppen (fri) konkurrens krävs för att ett tillfredsställande stort antal projekt skall kunna utvärderas mot varandra? Hur skall omständigheterna i övrigt vara? Vilka är marknadens möjligheter att ta långsiktiga beslut, om ekonomin i övrigt är i olag, t ex inflationistisk?

Den gamla tidens mycket förmögna kapitalister, eller de familjekontrollerade handelshusen (se Samuelsson 1951), fyllde i sin egenkap av dominerande ägare en viktig funktion när det gällde att tillgodose dessa tre villkor; utbud av riskkapital, sättande av avkastningskrav och – om kompetensen fanns – effektiv selektion.

Det är intressant att se hur efterkrigstidens ideologiserande teori helt koncentrerade uppmärksamheten till finansieringen; det spelade i debatten under 50- och 60-talen ingen roll varifrån pengarna kom. Betydelsen av kunskap vid selektion av projekt och kravställande tappades bort. Därmed behövdes inte längre någon konkurrens på kapitalmarknaden. I teorin trollades konkurrensen bort genom att all kunskap som behövdes förutsattes finnas samt genom antagandet att själva utvärderingen (dvs selektionen och kravställandet) endast drog försumbara resurser. Såväl ekonomer som debattörer och politiker förstärkte i tal och skrift denna bild av hur ekonomins mest betydelsefulla marknadsmekanism fungerade. Kapitalmarknaden kunde kontrolleras och regleras av okunniga byråkrater utan risk för effektivitetsförluster i resursernas användning. I vår experimentellt organiserade ekonomi, där ingenting kan säkert utvärderas förrän det prövats i marknaden, blir kapitalmarknads-konkurrens, särskilt aktiemarknadens konkurrens, det enda fungerande sättet att få ojämnt (asymmetriskt) fördelad information att komma till effektiv användning. Aktiemarknaden fungerar som informationsspridare genom att kanalisera riskvilligt kapital till kompetenta investerare och bort från dåliga projekt.

b) *Det allmänna informationsproblemet*

Vad vi diskuterar är graden av imperfektion på marknaden. I den formuleringen ligger antagandet att kapitalmarknaden, särskilt aktiemarknaden, aldrig kommer att vara perfekt (se kapitel II, av-

snitt 5.1.5). Det finns tre skäl härför: (1) information saknas eller kostar för mycket att ta fram, (2) kompetens att ta fram och utvärdera information saknas och (3) ett tillstånd av full information är i princip omöjligt att nå, bl a därför att det i allmänhet är teoretiskt omöjligt att förutse hur alla agenter kommer att reagera på förväntningar om hur de kommer att reagera på varandras förväntningar. Dessa problem är särskilt framträdande på en aktiemarknad och aktiemarknadens institutionella dynamik kan i princip ses som försök att lösa informationsproblemet genom att effektivisera informationshanteringen. De stora institutionernas (försäkringsbolag, pensionsfonder etc) agerande på alla industriländers aktiemarknader kan betraktas som ett sätt att sprida de vinster som beror på ofullständig information. Att ägande och ledning är sammankopplade i innovativa företag, är ett annat sätt att lösa informationsproblemet. Dåligt informerade finansmarknader kan göra de små, innovativa företagen särskilt utsatta ("billiga") för de stora, informerade företagens uppköpspropåer osv. Informationsproblemet är således mycket allmänt. Det allmänna problemet är med andra ord att utforma kontrakten så att spridningen av information blir så effektiv som möjligt. Därmed följer (se kapitel II, avsnitt 5.1.7) att även *informationshanteringen på kapitalmarknaden påverkas av svårförutsebar teknisk utveckling*.

Lösningen är ett *kontrakt* där bägge parter, den "okunnige" finansören och den "kunnige" investeraren, gemensamt delar på vinsten och förlusten; ett gisslanarrangemang så att säga. Detta arrangemang, "ägarkontraktet", maximerar sannolikheten för att bra projekt väljs och att snabb korrigerings kommer till stånd om projektet visar sig vara ett misstag.

Småföretagaren som satsar egen tid och egna pengar kombinerar dessa båda och blir därmed sin egen gisslan.

Det är lätt att nu begripa att konsten att klara alla tre kriterierna med förmögenheten i behåll ex post är en fråga om hur marknadens institutioner organiseras så att den bästa kompetensen får tillfälle att göra sig gällande i selektionsbeslutet. Det är ingen tillfällighet att denna organisationsform är just den privatkapitalistiskt organiserade marknadsekonomi och att den typ av regleringar som kännetecknat kapitalmarknadens organisation i Västeuropa varit ett effektivt sätt att förhindra en effektiv användning av information i investeringsbesluten.¹

Om en kapitalist (med stort förtroende i marknaden) går in, tror

¹ Samma utsaga gäller för övrigt det förhärskande bolagsskattesystemet i industriländerna, som förhindrar att interna resurser tas från relativt sett mindre kompetenta investerare/företag. Se Eliasson – Södersten (1981).

sig andra kunna lita på att projektet är bra. Han tar betalt för att sprida informationen genom att marknadspriset på hans egen satsning stiger när andra går in. Detta är en viktig aspekt på "insider"-problematiken.¹

Ett annat vanligt sätt är att den finansiär som ställer stora resurser till ett företags eller ett projekts förfogande kräver att den som tar det operationella ansvaret för pengarnas förräntning själv satsar en betydande del av sin egen förmögenhet. Finansiären behöver då ej veta hur projektet skall genomföras, blott att en duktig entreprenör själv tror tillräckligt på det för att våga göra sig själv till gisslan. Detta gör han genom att ta på sig en stor personlig, finansiell risk.

Det är mot denna bakgrund förvånande att högsta ledningen i många företag tillåts utöva den makt den har utan att ledamöterna garanterar sin kompetens genom ett i förhållande till sin egen förmögenhet betydande aktieinnehav i det egna företaget. Omöjligheten att i förväg utvärdera kompetens på hög nivå ("tacit knowledge"-antagandet, se kapitel II) gör gisslankontrakt av typen stora pilotinnehav effektiva. I grund och botten borde därför aktiemarknaden (allt annat lika) värdera aktier i företag, där VD och högsta ledningen äger stora poster, högre än aktier i företag, där detta inte gäller.²

Utgångspunkten för vår diskussion har varit "kapitalistens roll" i det moderna samhället. Behövs den gammaldags kapitalisten/ägaren för att ekonomins reala sida skall fungera effektivt? Svaret är klart ja, om vi tror att den dynamiska konkurrensen betyder något för att bra projekt skall selekteras fram och dåliga bort.

Den följdfråga som därmed kan ställas är: Visserligen är den

¹ Hur skall vi se på att en framgångsrik "raider" går in i Boeing och drar upp kursen, därför att alla litar på hans bedömning (Business Week (BW), August 10 1987, s 20-21). Vad säger moralen om T Boone Pickens går ur Boeing, realiserar sina vinster, och kursen sedan rasar tillbaka dit där den ursprungligen stod? Hur skall vi se på samma sak om den som köper och säljer är styrelseledamot i Boeing? I fallet Pickens kan vi konstatera att Washington State gått in med försök att lagstiftningsvägen "skydda" Boeing, statens störste sysselsättare. De enskilda amerikanska staternas försök att skydda lokala företag från "takeovers" har börjat diskuteras (BW August 31 1987, s 36) som ett federalt problem med en negativ inverkan på den mellanstatliga handeln. I Delaware, där ett stort antal av företagen på NYSE är registrerade, har sex "blue-chip"-företag hotat flytta om inte staten skyddar dem från "raiders" (BW January 25 1988, s 32).

² Bjuggren finner i sitt kapitel inget stöd för att pilotinnehavets storlek skulle ha påverkat vinsten positivt i de börsnoterade företagen. Vinsten är i sig inte det ultimativa resultatet av en effektiv företagsorganisation. Frågan är snarare om det inte är risken som i första hand påverkas. Om pilotinnehaven är stora, värderas substansvärdena högt, dvs q-värdena är höga.

gammaldags kapitalisten/ägaren nödvändig för att en effektiv kapitalmarknadsprocess skall uppnås, men är han en tillräcklig förutsättning? Är det inte så att skalan för industriell verksamhet i många fall har blivit så enorm att uppsamlingsområdet för industriell riskfinansiering växt över alla gränser? Hur skall enskilda företag, särskilt i ett litet land, kunna utvecklas inom högteknologiområden som biokemi, elektronik och supraleddning? Behövs inte statsmaktens samlade resurser för att klara detta? Svaret på denna fråga är förmodligen nej. Statsmaktens resurser – de som kan anslås till denna typ av långsiktiga ändamål – är dels inte särskilt stora, dels deras kvalitet så låg jämfört med det paket av kompetens och resurser som bjuds ut på den privata marknaden, att betydelsen av samhällets resurser avsevärt överskattas.

c) *Gör institutionaliseringen av aktiemarknaden den långsiktig eller kortsiktig?*

Ett annat problem gäller den industriella organisationens förmåga att ta långsiktiga beslut. Argumentet har länge varit att aktiemarknadens institutionalisering i hela västvärlden, inklusive USA, med gigantiska portföljbärare (försäkringsbolag, pensionsfonder etc) gör marknaden *kortsiktig*. Räntabilitetskraven sätts så högt att långsiktiga utvecklingsprojekt aldrig får en chans.¹ Måste inte statsmakten träda in för att garantera långsiktighet? Är de stora, internationella koncernernas framväxt som gigantiska finansiella organisationer en motreaktion mot den alltför kortsiktiga kapitalmarknadens inflytande?

Denna fråga speglar egentligen Arrows (1962) förslag att "socialisera" samhällets grundforskning (till särskilda centrala laboratorier i samhällets regi), för att resultaten sedan skall kunna fördelas "gratis" till producenterna, och den statiska välfärden maximeras utan att incitamenten till förnyad forskning minskar. Förslaget blir fel av två skäl: dels är industrifinansieringens effektivitet beroende av hur den organiseras, dels är stora delar av industriforskningen klart imiterande till sin natur. Den handlar mer om experimenterande försöksverksamhet i marknader och kommersiell implementering än om forskning i akademisk bemärkelse (se Eliasson, 1986d). Företagens växande internationalisering – både för att kunna marknadsföra sina produkter effektivt och för att kunna hålla koll på och köpa in sig i den internationella kunskapspoolen – minskar behovet av central politisk finansieringshjälp (se Eliasson 1986f samt Björklunds kapitel V).

¹ Jfr resonemanget hos Ellsworth (1985).

Att institutionaliseringen av aktieägandet är hög i industriländerna visar tabell 1. Det är i första hand försäkringsbolag, pensionsfonder och stiftelser som står för de stora posterna. Som visas av Södersten – Lindberg (1983) är dessa institutioner i alla länder skattemässigt gynnade jämfört med de privata hushållen. Man skulle därför kunna säga att skattesystemet drivit bort det privata, personliga ägandet från aktiemarknaden. Men man kan också misstänka att det av samma skäl tagit sig nya former, via just försäkringsbolag, investmentbolag, fonder, stiftelser osv. Skattesystemet har alltså drivit fram en förändring av kontraktsformerna på aktiemarknaden.

Tabell 1 Fördelningen av slutligt ägande i Sverige, Storbritannien, Västtyskland och USA 1980

	Sverige	Storbri- tannien	Väst- tyskland	USA
<i>Fördelningen av låneskulder över slutlig ägarkategori</i>				
Hushåll	38,8	71,8	54,3	60,9
Skattebefriade institutioner	54,7	13,7	33,6	23,7
Försäkringsbolag	6,5	14,5	12,1	15,4
	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Fördelningen av eget kapital över slutlig ägarkategori</i>				
Hushåll	60,4	43,5	74,9	74,3
Skattebefriade institutioner	30,2	40,7	19,3	21,5
Försäkringsbolag	9,4	15,8	5,8	4,2
	100,0	100,0	100,0	100,0

Källa: Södersten – Lindberg (1983, s 24).

d) *Monopol, mellanhänder eller finansieringskrav*

I stället för att fråga om de dominanta institutionerna på aktiemarknaden är bra eller inte kan man fråga varför de vuxit sig så stora. Hur mycket har den favoriserade skattebehandling som vi diskuterat ovan betytt för dessa institutioners förmåga att dra till sig stora resurser? Man kan också ställa frågan om institutionaliseringen delvis är ett substitut för de stora placerings- och finansieringskrav som tidigare skötts av privata kapitalister. Vad har efterfrågan på mellanhänder som kan sprida information och fördela risker betytt för

institutionaliseringen? I alla tre fallen skulle vinstmöjligheten ha stimulerat etablering och tillväxt. Hade, om möjligheten inte funnits, andra typer av finansiella organisationer tagit hand om resurserna eller samma institutioner placerat sina tillgångar på annat sätt? Det senare inträffade när aktiemarknaden i såväl USA som Sverige var betryckt under 70-talet, samtidigt som statens obligationer gav en hög real förräntning.

För att ta monopolargumentet först hävdar många att de kapitalstarka institutionerna driver bort småspararna från aktiemarknaden. Det begränsade antalet mellanhänder, och den därmed minskade förmågan att hantera information, gör att marknadens aktiviteter koncentreras till ett fåtal stora företag. Dessa får därmed en oproportionerligt stor andel av de totala resurserna. De som anser detta ser positivt på ett ökat antal konkurrerande institutioner och ett ökat antal "raiders" som gör sparandet mer förräntningsmedvetet. Samma personer ser dåligt utvecklade venturemarknader som "marknadsmislyckanden", vilka åstadkommit av monopoliseringen av aktiemarknaden. Man skall i det sammanhanget komma ihåg att monopoltanken låg bakom bildandet av AP-fonderna och löntagarfonderna.

e) *Venturemarknaden*

Om institutionerna å andra sidan speglar en efterfrågan på mellanhänder i risk- och informationshantering mellan den lille spararen, som vill bredda sin portfölj, bort från förlustbringande banksparring, och företagen, blir slutsatserna annorlunda. Kan det vara så att de små, innovativa företagen i en institutionellt utvecklad aktiemarknad tvingas sälja sig billigare till de informerade storföretagen för att kunna finansiera sin tillväxt? Säljer de sig till storföretaget för att kunna utnyttja storföretagets mer utvecklade administrativa kompetens? Borde inte innovatören vid ett brett utbud av venturekapital från både stora och små finansiärer få bättre resurser att förverkliga sina idéer industriellt? Bör det därför inte finnas en efterfrågan på institutionernas tjänster, som bör stimulera nyetablering på finansmarknaderna? Finns det inte dessutom ett behov av flexibel riskfinansiering i direkt anslutning till företagens finansavdelningar, en finansiering som inte är hindrad av snäva etiska regler, som har med småspararens brist på information och oförmåga att värdera företag att göra? På denna fria marknad för specialister köps aktierna i "befintligt skick" efter egen besiktning. En "Fermenta-affär" då och då blir en naturlig (väntad) kostnad för en totalt effektiv marknadsfunktion. Har inte den amerikanska "junk bond"-marknaden växt fram just som ett svar på ett sådant behov? Och "skräpobligationer" är inget för den vanlige småspararen.

Inom varje mellanhandsinstitution kan kostnaden för misslyckanden spridas ut över en stor portfölj. Få förnekar i dag behovet av mellanhänder ("traders") i risk och information på kapitalmarknaden. I svaret ligger att marknaden – om den fungerar – skapar ett stort antal sådana mellanhänder, vilket är ett villkor för konkurrens. Denna typ av institutionalisering kan väl inte uppfattas som ett problem?

Därmed har diskussionen förts tillbaka till vad hela frågan om institutionernas betydelse egentligen handlar om, nämligen effektiviteten hos kapitalmarknadens institutioner när det gäller marknadens förmåga att selektera fram lönsamma projekt, att tvinga bort dåliga projekt genom höga men resonabla lönsamhetskrav, samt att kunna hantera risker, dvs långsiktiga investeringsbeslut, där det tar lång tid mellan insats och det att pengarna kommer tillbaka. Det behövs med andra ord en betydande institutionalisering av aktiemarknaden för att den skall kunna hantera den lille spararens efterfrågan på tjänster, som beror på hans/hennes brist på information.

Men för att de tre i början på detta avsnitt uppmärksammade kraven på effektivitet skall tillgodoses måste marknadens organisation vara sådan att affärskompetensen alltid får tillfälle att ta bort resurser från dåligt skötta verksamheter och kanalisera dem till bra projekt allteftersom utsikterna förändrar sig. Detta förutsätter att ingen enstaka institution, eller några få institutioner, får ges möjligheten att dominera. Det förutsätter också att politik som inte har med en affärsmässigt effektiv användning av resurserna att göra, hålls borta från aktiemarknaden. Sammanfattningsvis innebär detta ett krav på att kapitalmarknaden, särskilt aktiemarknaden, hålls mycket öppen för nyetableringskonkurrens. För att nyetableringskonkurrensen skall bli fullt effektiv måste denna frihet även gälla internationella finansiella institutioners rätt att etablera sig på den svenska marknaden.

6.6 Räntan och den långsiktiga investeringen

Kalkylräntan eller diskonteringsraten räknar om framtid till nutid. Sätts den högt har man bråttom och vice versa. Att ha bråttom kan vara en "institutionell" egenskap hos människan eller människorna i ett samhälle. Men brådska kan även tolkas som ett uttryck för "riskovillighet". Man tror inte på framtiden. Man är osäker om vad som skall hända. Man litar inte på sina handelspartners. Alla dessa farhågor kan formuleras som en "brist på fungerande, pålitliga marknader". Man vågar inte binda sitt kapital för framtiden utan önskar ha det i likvid form, redo till konsumtion. Det kan vara godtycklig skattelagstiftning, inflation, icke pålitliga institutioner och

många andra faktorer som skapar denna situation. Många pekar på att denna risk är låg – och kapitalmarknader därför bara finns – i länder och miljöer där pålitliga regler och moralkoder etablerats (t ex vad beträffar respekten för äganderätten), där penningssystemet är under kontroll (låg inflation) och där kunskapsnivån är hög osv. Endast i sådana miljöer kan stora resurser skakas fram relativt snabbt till rimliga kostnader. Ashton (1948) angav just skapandet av nya kreditinstrument som en viktig orsak till att den industriella revolutionen kom igång i England; riskerna kunde spridas och de lönsamma industriella satsningarna finansieras. Detta argument är direkt överförbart till tillkomsten av ett internationellt kreditssystem, som har brutit ner isolerade, lokala (nationella) kreditssystem, eller nya former för finansiering på den amerikanska kreditmarknaden av typen ”junk bonds”. Från denna utgångspunkt är den skiljpekonomin effektiv och den finansiella isoleringspolitik som kännetecknat Sveriges hela efterkrigstid ineffektiv. Statsmakten har inte förstått bättre utan fört en tillväxtnedbrytande kreditpolitik.

6.7 Skatter och inlåsnings effekter

Bedömningen av den politiska maktens förmåga på det ekonomiska fältet blir inte lättare om vi går in på områden för offentligt ansvar, nämligen den offentliga verksamhetens finansiering och prissystemets stabilitet.

Medan det problem vi diskuterat ovan handlade om möjligheten att effektivt ordna överföringen av resurser från spararna till nya, förväntat lönsamma men riskfyllda satsningar (riskkapital), handlar denna fråga om hur givna resurser styrs mellan olika typer av projekt. De båda problemen hänger självfallet ihop, eftersom riskkapital och riskprojekt är två sidor av samma sak. Men vi gör ett försök att separera dem.

Beskattningen av olika former av sparande och olika former av investeringsprojekt skiljer sig mycket. Skillnaden i beskattning kallar vi ”skatteklivar” (”tax wedges”, se Södersten – Lindberg 1983). De skiljer sig kraftigt åt mellan finansieringskälla och investeringsprojekt, t ex mellan sparande på bank eller i eget hem, mellan investeringar i lager, maskiner eller i fastigheter. Skillnaderna är lika stora om jämförelsen görs mellan länder. Så till exempel beskattades personligt aktiesparande 1980 till mer än 105 % i Sverige men endast till 42 % i England. Svensken kan belåna sina aktieköp och genom avdragsrätten få ned skattebelastningen, men detta ställer betydligt större krav på kompetens. Dessutom ändrades skattelagstiftningen 1982 (”den underbara natten”) så att avdragsmöjligheten begränsades för alla utom för dem som redan var rika. Utöver

detta skapades speciella möjligheter för småsparande i aktier 1979 (skattefonder och senare allemansfonder). Utfallet för individerna blev något av ett lotteri. Mycket stora och mycket små förmögenheter synes ha gynnats, men de missgynnats vars förmögenhet dominerats av det egna hemmet – dvs medelklassen.¹ I Västtyskland, England och USA är förhållandena annorlunda, allt beroende på hur lagstiftaren känt sig när lagen skrevs.

En faktor som starkt påverkar skatteavtappningen mellan insats och återbetalning är inflation. Härvidlag missgynnas svenska sparare i alla avseenden. Inflationen höjer skattebelastningen kraftigt, för såvitt man inte före 1979 länkat sina investeringar mot fastigheter och därefter aktier osv.

6.8 Om behovet av en fungerande aktiemarknad

Ett företags värde sätts på aktiemarknaden. Värdet beror på hur stora vinster företaget gör just nu, samt hur stora vinster företaget förväntas göra i framtiden, men även på hur likvid marknaden är. Ju högre räntan och ju större risken är i en ekonomi, desto hårdare räknas framtida vinster och utdelningar ned (diskonteras) och desto mindre betyder framtiden vid värderingen av företaget.

a) *Imperfekta, kortsiktiga marknader det normala?*

Denna ”enkla” ekonomiska utvärdering kompliceras av gällande skatte- och andra regler, ojämnt fördelad information samt asymmetrier i marknads förväntan om vad som kommer att hända i framtiden. Om osäkerhet råder, diskonteras framtida vinster hårdare. Det är bättre att ha pengar i handen än att ha dem långsiktigt låsta i företag, där de utsätts för marknads och den politiska statsmaktens godtycke.

Detta är den passive placerarens relation till och inflytande på aktiemarknaden. Han kan komma och gå (rösta med sina fötter) beroende på hur han ser på ovannämnda faktorer i förhållande till andra, alternativa placeringsmöjligheter.

Ingen marknad, allra minst aktiemarknaden, är dock perfekt. Somliga aktörer kan bättre än andra förutse hela marknadens reaktioner på olika händelser. Andra (”insiders”) vet mer om företagen än marknaden. Stora aktörer kan dessutom genom stora köp och försäljningar av aktieposter påverka marknadens prisbildning.

¹ Hur svenska familjers förmögenhetssituation ser ut illustreras av Klevmarken (1988).

Utnyttjandet av egen kunskap och information för egen vinning är grundmekanismen i marknadsekonomin. Själva arbitrageprocessen är ett sätt att sprida denna information. Processen är normalt jämviktsskapande i så måtto att priser på liknande varor och tjänster blir mer lika. Samtidigt är det dock möjligheterna att skapa kunskap (innovationer) och att utnyttja kunskap och information bättre som driver hela den kapitalistiskt organiserade ekonomin framåt. I en effektivt organiserad marknadsekonomi pågår därför ständigt en prisdestabiliserande innovativ verksamhet. Stora delar av den innovativa verksamheten, särskilt på hög nivå i företagen, kräver å sin sida, för att vara effektiv, någorlunda stabila referenspriser för att kontrakt skall kunna skrivas, som på ett acceptabelt sätt fördelar vinsterna från den innovativa verksamheten.

b) Tre skäl till att priserna blir fel på aktiemarknaden

Differentierat kunnande är kännetecknet på all avancerad industriell verksamhet. Till en del handlar det om konstaterbara fakta, till en del om uppfattningar, förväntningar och tro. En finansiellt stark person, grupp av personer eller en organisation kan hysa uppfattningen att ett företag är för lågt värderat på marknaden därför att marknaden är dåligt informerad eller därför att företaget är illa skött. I det *första* fallet (ofullständig och asymmetriskt fördelad information) erbjuder den amerikanska lagstiftningen företaget – som bör vara bäst informerat – möjligheter att korrigera aktiemarknadens felaktiga värderingar genom återköp. Företagens återköp av det egna företagets aktier har visat sig vara en lönsam affär för företaget (se Loomis 1985, Ofer – Thakor 1987) och därmed för dess aktieägare.

Det *andra* fallet (dålig skötsel) är egentligen också en form av ofullständig information. Någon annan vet bättre än de som driver företaget. Lösningen blir att köpa upp en kontrollerande post och byta ut kompetensen i företaget. Utöver detta finns den *tredje* möjligheten att någon placerare, förmodligen ledningen i ett annat företag eller i bägge företagen, ser att en *omkombinering* inom de två företagens strukturer skulle kunna ge stora effektivitetsförbättringar och ett bättre utnyttjande av befintliga interna kunskapsresurser. För dessa företag har därför vardera företaget, sett som en del av en samordnad verksamhet, ett större värde än de värden aktiemarknaden sätter på de bägge företagen var för sig. Inköp av kontrollposter gör det möjligt att genomföra strukturförbättringar i organisationerna. Sådana åtgärder är självfallet klart produktivitetsförbättrande och önskvärda. De förutsätter dock en fungerande "marknad" som sätter värden som accepteras av alla parter, dvs en djup marknad med många aktörer och många alternativ.

c) *En effektiv och informerad marknad drar stora informationskostnader*

Direkta förhandlingar mellan två parter är den vanligaste formen för samordning av industriell verksamhet. Men en bred marknad med många kompetenta och informerade aktörer är den bästa garantin för att en bra kombination inte skall förhindras av svårigheter att komma överens om hur avkastningen från omkombineringen skall fördelas. Vinsten tillfaller därmed i första hand dem som har kompetens att genomföra förbättringar.

En *effektiv* marknad förutsätter att allmänt tillgänglig information är ordentligt spridd och diskonterad i priserna på förmögenhetsobjekt. Detta låter enkelt och helt i sin ordning men blir ingen självklarhet om tillgängligheten och informationsspridningen kräver betydande resurser. En effektiv marknad är därför en djup marknad befolkad av kompetenta "traders i information". Men informationskostnaden blir därmed en betydande post i ekonomins totala kostnader.

d) *Tunna marknader är instabila och ger möjligheter till stora förmögenhetsöverföringar*

En *stabil* marknad kräver därför att informationsteknologin inte ändras för häftigt, så att utvärderingen av tillgänglig information blir föremål för oförutsebara kastningar (mer om detta i kapitel II) samt att exogena faktorer som lagar och skatteregler är stabila och förutsebara.

Strävan att nationalisera företag, fackliga mål att utan kompensations ta över kontrollen i företagen osv höjer osäkerheten och bidrar till felvärdering av företagens substansvärden, dvs jämfört med vad som skulle gälla om dessa hot inte fanns. Alla dessa osäkerhetsfaktorer höjer diskonteringsstakten och förkortar tidshorizonten i investeringsbesluten. Vinsten måste komma in snabbare än tidigare för att en affär skall komma till stånd.

Aktiemarknaden kan även fungera dåligt därför att den är "för liten", vilket fram till 80-talets början tycks ha gällt alla nordiska och flertalet europeiska länder (se bl a Teigen 1976). En liten aktiemarknad är en tunn aktiemarknad på vilken små störningar ofta får oförutsebara genomslag i prisbildningen.

Om graden av osäkerhet varierar starkt över tiden kan enorma möjligheter till stora och snabba förmögenhetsöverföringar uppstå på aktiemarknaden. Om dessa möjligheter skapas av politiskt agerande i syfte att beröva de privata ägarna deras förmögenhetsvärden, vilket tycks ha varit den politiska avsikten i Sverige under en

längre period,¹ uppstår intressanta resultat när de politiska signalerna ändras och osäkerheten försvinner. Stora möjligheter att tjäna snabba pengar uppstår nämligen när marknaden förstår att de politiska utgångspunkterna varit felaktiga och marknadsvärderingen därför långsiktigt fel. De som går in i marknaden alldeles innan korrigeringen äger rum, dvs innan marknaden lyfter, kan självfallet tjäna stora pengar mycket snabbt. Utvecklingen av priser på förmögenhetsobjekt i Sverige sedan 60-talets mitt bjuder på flera paradexempel i detta hänseende.

7 Hur mycket etik tål marknaden?

Teknologisk konkurrens bygger på att kunskaper, samt i olika hög grad kommunicerbar information, är ojämnt fördelade. Att skaffa sig kunskaper drar kostnader. Viss information kan spridas lättare än annan information, men den som har information monopoliserar den i så hög grad som möjligt. Ju mer effektivt informationen sprids, desto bättre fungerar marknaden. Hur kommer det sig att det ibland är klandervärt, ja till och med brottsligt, att sprida information i marknaden?

7.1 Asymmetriskt fördelad information eller ”insiders”?

När information och kunskap² är ojämnt fördelade i samhället så är välfärden lägre än den skulle kunna vara (se t ex Arrow 1962). Lokalt kunnande ger monopolvinster. Men å andra sidan finns också incitament att bygga upp ny kunskap för att med hjälp av överlägsen information i produktionen, åtminstone tillfälligt, kunna tjäna fortsatta monopolvinster. Unikt kunnande har alltså ett extra ekonomiskt värde.

¹ Se *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit.

² För resonemanget i detta avsnitt behöver vi inte göra åtskillnad mellan begreppen kunskap och information. I kapitel II kommer vi att göra det. Kunskap är knuten till människor och definierar deras kompetens. Information är kunskap som kan koda ("en bruksanvisning").

Vem får tjäna på att vara informerad?

Patentsystemet är ett försök att definiera en temporär äganderätt till unik, ekonomiskt värdefull kunskap. Patentsystemet har institutionaliserats för att incitamenten att fortsätta skapa ny kunskap skall finnas. På samma logik grundas alla ekonomiska agents strävan att bevara värdet på sitt kunnande genom att förhindra att deras unika kunskap sprids. Balansen mellan stimulans till investeringar i värdefull kunskapsuppbyggnad (incitamenten) och möjligheterna att privat kapitalisera kunskapens värde (fördelningsproblemet) är därför ett av samhällets viktigaste ekonomisk-politiska balansproblem. Likaså måste man hålla isär den vinst som uppstår på grund av att marknaden blivit mer informerad (kapitalvinster) från den reala ekonomiska vinst som uppstår därför att bättre information möjliggjort en bättre produktionslösning.

Som Arrow visade är det kortsiktigt optimalt för samhället att förhindra kunskapsmonopol. Den reala ekonomiska välfärden kan dock bli långsiktigt lägre om den kortsiktiga lösningen minskar den innovativa verksamheten, dvs skapandet av ny kunskap. Förlusten av dynamisk effektivitet därför att nyskapandet upphör verkar vara av en helt annan storleksordning än de oftast små, statiska effektivitetsvinster som uppnås av att just nu existerande information görs allmänt tillgänglig. Detta gäller särskilt i ett längre tidsperspektiv. I en dynamisk, växande och framgångsrik ekonomi förekommer därför av ekonomisk-tekniska skäl aldrig ett "rättvist" tillstånd, där värdefull ekonomisk information är symmetriskt fördelad. *Värdet av unik kunskap förstörs ständigt av att kunskapen sprids eller av att ny, konkurrerande kunskap skapas* (Eliasson 1986d). Eftersom kunskapsbaserad informationsanvändning är den dominanta produktionsaktiviteten i en avancerad industriell ekonomi, blir "äganderätten" till unik kunskap ett centralt ekonomiskt problem. Det blir framför allt fel att tro att välfärdsskapande innovationer enbart handlar om teknologi i ingenjörsvetenskaplig bemärkelse. Företagsamgåenden, innovativ verksamhet i finansieringssystemet, kommunikationsteknologins utveckling osv kan ha minst lika stora realekonomiska effekter. Insiderproblematiken är därför ett mycket allmänt problem, som direkt speglas i kapitalmarknadens allmänna informationsproblem.

Somliga kan mer effektivt än andra utnyttja information. *Att kunna är en teknologi för sig*. De som sitter närmast besluten vet i allmänhet bäst. Om man fritt och exklusivt kan utnyttja sin information kommer fördelningarna (allt annat lika) av inkomster och förmögenheter i marknaden alltid att bli ojämna och bero av fördelningen av relevant kunskap samt villigheten att ta på sig risker. Det handlar inte om "rättvisa" i bemärkelsen att vinsterna fallit ut som

resultatet av ett korrekt upplagt lotteri. Det är inte heller överlägsen kompetens som avgör. Det är kunskap och information i kombination, samt lotteriets konstruktion, som avgör fördelningen. Den experimentella ekonomins funktioner utgör lotteriets design. Men kunskaper kommer med i spelet när det gäller beslutet *vilket lotteri* man skall delta i, *hur* man skall delta i lotteriet samt *hur snabbt* man identifierar och korrigerar sitt misstag om man upptäcker att man valt fel. Om man kan få all informationshantering i en ekonomi accepterad som en del av den totala produktionsprocessen, blir problemet med den ”rättvisa” fördelningen av kapitalvinster identiskt med svaret på frågan varför en duktig yrkesarbetare skall ha bättre betalt än en dålig.

Har vi då inget problem med ”stalltipsen” och vinstutfallet på ”Solvalla”? På ett sätt inte, eftersom en väsentlig del av det industriella kunnandet ligger i att leta efter och identifiera stalltips, samt att varje stalltips som utnyttjas sprider information i ekonomin och bidrar till ett totalt sett högre produktionsvärde. ”Insidern” gör marknaden mer informerad och därför mer ”starkt” effektiv. Det samhällsekonomiska problemet handlar precis som i Arrows (1962) analys om att helt fri utnyttjanderätt till ekonomisk information, hur den än åtkommit, minskar incitamenten att skapa nytt kunnande.

Hur stimuleras marknaden att vara informerad och effektiv?

Tag som exempel två företag som planerar att gå samman. De räknar med att på detta sätt uppnå betydande skalfördelar i produktionen, högre vinster och ett högre sammanlagt värde än summan av de två företagens tidigare värde. En väsentlig del av det kunskapskapital som sätts in gäller utformandet av själva samgåendet. Men eftersom stora värden väntas uppstå i och med att samgåendet ägt rum är exklusiv information om samgåendet värdefull. Bör någon ha rätt att utnyttja denna kunskap för egen vinning? De få personer i företagen som står för idén? De kontrollerande ägarna? Alla aktieägare i företagen? Mellanhänderna? De som tipsats av mellanhänderna? De som råkat veta? Hela landets befolkning? Om kunskap om händelsen som sådan betyder något för andra realekonomiska beslut, är det optimalt att alla blir informerade samtidigt. Men då kommer också incitamenten att göra något – precis som vid uppfinningar och innovationer – att minska. Någonstans kommer etiken in och en gräns sätts. Den gränsen kan bara sättas på ett godtyckligt sätt.

Men problemet kan vara ännu enklare: Marknaden kan helt enkelt vara så inkompetent att alla helt fel(under)värderat företagets framtida vinster. Någon kompetent person uppmärksammar förhål-

landet. Har han rätt att göra stora vinster på detta? Få skulle förneka honom denna möjlighet. Hur är det om två kompetenta personer råkar mötas och först då förstår? Hur är det om en förstår och delar med sig av sin vinst genom att tipsa någon annan?

Hur är det om vinsterna uppstår först när marknaden i övrigt blivit uppmärksam på förhållandet? Hur skall man se på saken om någon allmänt, som kompetent bedömare känd person "tipsar" marknaden, och tipset visar sig vara felaktigt. Blir det någon skillnad om den kompetente personen själv tjänat stora pengar på sin information eller inte?

Hur skall vi döma en känd börskommentator som påverkar marknaden och som innan hans analys publiceras köper de aktier han prisar och säljer de aktier som får ris? Eller hur skall vi döma om någon journalistkollega eller någon i tryckeriet läser artikeln i förväg och tipsar kompisar om innehållet?¹

Låt oss ta ett ännu besvärligare exempel (se s 132 i kapitel II). En högre befattningshavare i ett företag som går dåligt säljer ut sitt pilotinnehav. Låt oss tänka oss möjligheten att han till och med är ansvarig för att företaget går dåligt. Om han säljer ut "lurar" han andra att köpa hans aktieinnehav för dyrt. Samtidigt signalerar han i marknaden att något inte är bra. Marknaden blir mer informerad och värdet på företaget anpassar sig, så att andra inte därefter köper för dyrt. Hur skall man ställa sig etiskt i den situationen? Säljaren vinner oskäligen vinster på några få aktieägares bekostnad, men många "outsiders" blir informerade och marknaden undviker fortsättningsvis att göra affärer till fel priser.

Gör det någon skillnad om "insidern" själv köpt till högre priser och säljer ut till samma, nu för höga pris, när han inser att han gjort fel och därmed får kursen att rasa. Antag att han själv gör en stor förlust trots att han får ett högre pris än det marknaden några dagar senare kommer att betala. Det finns ingen lösning på det etiska problemet. Däremot finns det klara utsagor om hur man vill att marknaden skall fungera.

Vi kan krångla till situationen ytterligare och mena att en marknad, som tillåter att "insiders" säljer ut i förväg på negativ information, kommer att få samma karaktär som marknaden för gamla bilar; alla vet att där finns dåliga bilar (s k citroner) men inte vilka. Alltså kommer alla bra bilar, dvs alla bra företag, att undervärderas. Detta är inte bra för marknaden och ett starkt skäl för att marknaden skall disciplinera sig själv, så att "insiders" inte skall få tillfälle att sälja ut i förväg. Observera dock att det omvända nu inte gäller.

¹ Winans, en reporter vid Wall Street Journal, blev dömd för just detta till ett och ett halvt år i fängelse. Se Business Week, August 24 1987, s 16.

”Insiders” med goda nyheter bör köpa på en undervärderad marknad för att få upp priset.

Som lätt inses blir varje försök att reglera ”handeln” med en så svårdefinierad vara som information en uppsättning godtyckliga regler. På varje marknad har också sådana regler utvecklats av sig själva. Reglerna inriktar sig i första hand mot att förhindra vårdslös eller bedräglig användning av information eller mot att marknaden riggas på ett för handelns utövande och en pålitlig prissättning menligt sätt. Det senare är viktigt men är egentligen en fråga om självdisciplin, som det bör vara i agenternas eget intresse att upprätthålla.

Information och kunskap ger en monopolställning i marknaden. Antag att *Du förstår* att ett illa skött företag med några enkla medel kan struktureras om och bli lönsamt. Du tar på Dig jobbet om Du blir rik för besväret. Det blir Du om Du kan köpa företaget till det låga pris som den okunniga marknaden just nu värderar det till. Men när Du köpt upp ett visst antal procent av företagets aktier måste Du ”flagga upp”, därför att annars kommer de okunniga aktieägarna att förlora på att sälja till Dig. Då förstår alla okunniga att man skall behålla aktierna eller köpa dem och Din kalkyl faller. Antag att Du då ber en god vän att köpa för Din räkning och mot en del i vinsten ”parkera” aktierna, så att Du får kontroll och finner det värt besväret att få ordning på företaget.¹

Låt oss säga att Du i stället erbjuder aktieägarna i det dåligt skötta företaget aktier i Ditt företag i utbyte mot deras, men att de inte lockas av budet, därför att Ditt företag värderas för lågt av en icke informerad börs, särskilt med tanke på vad Ditt företag kommer att bli värt när Du tagit hand om det dåligt skötta företaget. Du lyckas dock övertyga några om detta, som köper och bjuder upp priset på Dina aktier, så att Din ursprungliga plan går igenom. Hur skall vi ställa oss moraliskt nu? Blir det någon skillnad i utlåtandet om Du lovar att köpa tillbaka Ditt företags aktier till det ursprungliga priset om Du ”lurat dem”?² Antag att Du etablerar Dig i marknaden som en koordinator för att på ovan illustrerade sätt få duktiga entreprenörer att ta över och sanera dåligt skötta företag.³

¹ Om det kan bevisas, blir den som parkerat aktierna åt Dig dömd i USA.

² Saunders och flera med honom fick lämna sina jobb och åtalas för ett snarligt arrangemang i sina försök att ta över Distillers. Se Business Week, February 9 1987, s 16-20.

³ SEC i USA försöker finna bevis på att arrangemang som skulle kunna tolkas på detta sätt har gjorts av Drexel Burnham, Lambert Inc, särskilt deras berömde ”junk bond operator” Michael Milken. Om det kan bevisas är sådana arrangemang åtalbara i USA. Se Business Week, February 16 1987, s 44-48 samt August 10 1987, s 38-44.

Problemet är, som den uppmärksamme läsaren redan konstaterat, att produktiva och icke produktiva informationsmonopol inte kan hållas isär, vare sig principiellt eller praktiskt. De är bägge en form av imperfektion på marknaden. Tillfälliga monopol grundade på en överlägsen kompetens har vi en moralisk benägenhet att acceptera, särskilt om monopolpositionen är bräcklig därför att fri konkurrens råder. Vem som vill kan träda in och slå sönder monopoliet genom att vara bättre. Lagstiftaren kan dock ha en helt annan uppfattning.

Om ett företag, å andra sidan, genom konstlade medel (överlägsen kompetens, finansiell styrka, kartellsamarbete etc) försöker tillskansa sig fördelar utöver vad kunskapen som sådan ger, träder moralen in. Problemet är blott att göra åtskillnad mellan de två typerna av positiva och negativa monopol. Detta är den amerikanska insider- och antitrustlagstiftningens centrala avvägningsproblem.

Det argument vi fört är att ju mer sällan vi behöver ta ställning i moralfrågor desto bättre, därför att inga klara gränser kan dras. Frågan som i stället bör ställas är: Kan inte regler och kontrakt formuleras en gång för alla så att man slipper problemet att ta ställning vid varje tillfälle? Hur kan marknaden fås intresserad av självdisciplinering?

För att kunna svara på dessa frågor måste vi först svara på frågorna: Vad blir de samhällsekonomiska konsekvenserna av systematisk felvärdering av företagens nuvärden? Har en i detta avseende dålig marknadsfunktion någon realekonomisk betydelse? Att så är fallet kommer vi att konstatera i kapitel II.

Vem utsätts för orättvisa på grund av ojämnt fördelad information? Jo, den lille investeraren som inte har resurser att skaffa sig eget kunskapskapital ("bli professionell") eller inte kan försäkra sig själv, eller måste köpa en dyr försäkring i något monopoliserat försäkringssystem. Han kommer på undantag i en aktiemarknad för specialister och stora placerare, som alltid kommer att vara mer och tidigare informerade än han själv.

De professionella placerarna kanske till och med vill ha de icke informerade, icke professionella placerarna med på sina marknader, därför att de alltid reagerar långsammare och därmed (genom att oftare förlora) så att säga ger en billig försäkring eller vinst åt de professionella.

Konsumentdeklarera marknadens risker och spelregler

Hur löses nu den lille, okunnige placerarens dilemma. Han/hon kanske till och med är riskovillig. Den klassiska lösningen är att erbjuda alternativ, som inte är lika riskabla. Storföretagen på börsen utgör ett sådant alternativ jämfört med OTC-företagen. Invest-

mentbolagen utgör ett sådant alternativ jämfört med storföretagen. Lösningen ligger således i att skapa en institutionellt djup aktiemarknad med många och väl definierade risknivåer, som passar alla typer av placerare. I ett sådant spektrum av marknader i olika risker skulle en högriskmarknad kunna deklarerats som så professionell att inga restriktioner på "insider trading" behövs. Högriskmarknaden för professionella aktörer blir då "the dominant market for control". Den som ger sig in på den marknaden känner spelets regler, nämligen att alla handlare är väl informerade om det som går att vara informerad om. Vanligtvis tänker vi då på väl definierade "händelser", t ex att två företag just kommit överens om att gå samman. Det är en stor fördel om de som initierat och arbetat med den lösningen själva kan få teckna in sig i de framtida vinster de tror på genom att i förväg köpa aktier.¹

7.2 Egenföretagande, nyföretagande, småföretagande

Den svenska industrin kännetecknas till sina grova konturer av att ett tjugotal stora, internationella koncerner helt dominerar utvecklingen på medellång sikt (se *De svenska storföretagen*, op cit). Dessa företag bygger sin existens på storskalig tillverkning, marknadsföring och produktutveckling på marknader för relativt mogna produkter, på anställda löntagare och professionell administration. Samtidigt går den teknologiska och ekonomiska utvecklingen i riktning mot ökad differentiering och heterogenitet av det kunskapskapital industrin bygger sin ekonomi på. Allt bättre ekonomiska förutsättningar för egenföretagande i relativt liten skala håller på att uppstå på vissa marknader (se kap VII i *Att rätt välja 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit).

Delvis döljs industrins utveckling mot mindre skala av att den industriella produktionstillväxten sker under en annan statistisk nomenklatur än "industri". Kunskapskrävande tjänsteproduktion betyder allt mer men kräver inte stor skala, dyrbar maskinutrustning och en fabriksorganisation av anställd arbetskraft. Om denna tjänsteproduktion bryts loss från industriföretagen klassas den som pri-

¹ Observera att även "venturemarknaden" har denna karaktär, även om rättvisediskussionen här inte varit lika påtaglig. Att satsa på en ny högriskteknologi betraktas annorlunda än att satsa på en osäker företagsfusion. I princip är det samma sak, och venturekapitalisterna har utvecklat olika former av "insider kontrakt" ägnade att optimalt fördela risker (framtida vinster och förluster) som beror på att innovatören och finansiären är asymmetriskt informerade. Se mera nedan.

vata tjänster (se särskilt kap IV i *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, op cit).

Välfärdsstatens regel- och skattesystem gör det ekonomiskt attraktivt att organisera kvalificerad tjänsteproduktion som egenföretagande. Exakt vad denna utveckling kan innebära på lång sikt tors man inte sia om i dag. Problemet är att om utvecklingen fortsätter i sin nuvarande riktning (se kap VII i *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit) så kommer en annan struktur än den som gäller i dag att karakterisera det rika, teknologikrävande industrilandet i början av nästa århundrade. Det är därför viktigt att denna typ av industristruktur får fria möjligheter att utveckla sig. För närvarande är de små innovativa företagens incitament att etablera sig och växa hämmade av statsmakten och de stora företagens dominans vad gäller såväl finansiering som marknadsföring. Avsaknaden av många konkurrenter/implementatörer, som snabbt kan följa upp de innovativa småföretagens idéer och finansiera produktion och marknadsintroduktion, anses av många bedömare hålla tillbaka den snabba expansion av nya industrier som teknologin möjliggör. Venturekapitalmarknader är ett viktigt inslag på bryggan mellan idé och marknadsintroduktion. Men bristen på expansiv ventureaktivitet i den öppna marknaden finns även internt inom företagen,¹ där nya idéer och produkter har svårigheter att tränga in i den storskaliga, driftorienterade produktionen för mogna marknader. Vi har att göra med ett typiskt informationsproblem.

Ett land, som vill klara den industriella omvandling som en ändamålsenlig industristruktur i början av nästa sekel kräver, *måste därför finna institutionella och etiska regler som möjliggör de otaliga, oförutsebara industriella omkombineringarna på mikroplanet som den strukturella anpassningen förutsätter och som i allmänhet ger upphov till stora och oförutsebara kapitalvinster eller -förluster*. Kapitalmarknadens optimala organisation kommer därför att bli en central fråga för den framtida industripolitiken. Är fenomen som "insideraffärer" och "fientliga takeovers" samhällsekonomiskt positiva eller negativa? Framtida analys får avgöra hur man skall besvara denna fråga. Så här långt kan man dock konstatera att i den experimentellt organiserade ekonomin kommer utfallet av den innovativa verksamheten alltid att bli ojämnt fördelat. En väsentlig del av marknads uppgifter är dessutom att sprida information, vil-

¹ Det antalsmässigt kraftiga intresset för högriskprojekt under 80-talets första hälft har efter några förlustår till stora delar försvunnit. Vid sidan av de vanliga venturebolagen finns också i Sverige några mycket kapitalstarka privata placerare, som arbetar i nära samarbete med de tekniska högskolorna.

ket gör "insideraffärer" till en del av informationsspridningen och därför inte alls självklart negativa. Detta gäller särskilt om informationsspridningen bidrar till att göra marknaderna för företagsvärdering mer stabila och mindre osäkra (dvs effektivare) samt stimulerar ett bredare ägarengagemang i produktionen.

8 Hur ser framtiden ut?

"In trying to appraise the market crash during the autumn of 1929, I have made use of all sources of information available to me to date.

... I have modified my opinions from time to time with the march of events and with the unfolding of evidence. I may, and probably shall, further modify them with subsequent developments".

(Irving Fisher, Dec 15, 1929, s vii i Fisher 1930)

8.1 Problemet

Om det är viktigt för den reala ekonomiska utvecklingen att prisbildningen på aktiemarknaden är stabil och förutsebar, blir en bedömning av den framtida prissättningen på aktiemarknaden en naturlig avslutning på detta kapitel. Kan marknaden förutses? Ligger marknaden i så fall just nu för högt eller för lågt?

Ett drygt halvår efter efterkrigstidens kraftfullaste och för marknadsaktörer oväntade globala börskrasch låter denna fråga förmodligen mycket förmäten. Kan man i dag överhuvud taget säga någonting meningsfullt om framtiden på aktiemarknaden?

En skola ekonomer skulle entydigt ta avstånd från denna fråga, med motiveringen att den effektiva marknaden i sin värdering av företagen redan tagit hänsyn till all tillgänglig information. Inget mer återstår att säga. Marknadens värdering av företagets tillgångar speglar på ett tillförlitligt sätt nuvärdet av alla framtida vinster eller utdelningar givet den information som idag finns tillgänglig. Genomgången av den vetenskapliga litteraturen i kapitel II ger dock inget stöd för att marknaden varit särskilt effektiv, särskilt inte när det gäller utvärderingen av företagets långsiktiga vinstkapacitet. Såväl 70-talets svenska aktiemarknad som börskraschen förra hösten (1987) förmedlar samma budskap. Det finns därför utrymme att på denna plats hävda att vi vad beträffar analysen har någonting utöver marknaden att bjuda på. Vi fortsätter därför, och sedan får marknaden själv avgöra om vi haft något av betydelse att säga.

Marknadens svaghet ligger främst i oförmågan att räkna om den *långsiktiga* framtida vinstkapaciteten till pålitliga nuvärden. Med höga påslag för risk diskonteras det mesta som händer bortom det omedelbara bort. Aktiemarknaden har haft särskilt svårt att utvärdera betydelsen för företagets vinster av interaktioner mellan olika marknader, särskilt mellan reala och finansiella marknader, t ex arbetsmarknaden och kapitalmarknaden. I

detta fall har offentligt tillgänglig information inte utnyttjats effektivt. Dessutom har marknadens funktioner och värderingar störts av den politiska processen, störningar som kanske är svårare att omsätta i nuvärden. Som en följd av detta skapas under långa perioder stor osäkerhet med växlande övervärdering och kraftfull undervärdering. Utförsäljning av verksamheter stimuleras därför av att priset är för högt. Eller också blir ägare inlåsta med sina placeringar under längre perioder, därför att aktiemarknaden inte förstår att sätta deras rätta värde. Så skall inte en effektiv marknad fungera. I bägge fallen hindras realekonomiskt effektiva affärstransaktioner på grund av felsatta priser. Varför finns det under sådana situationer inte spekulanter som passar på att tjäna pengar på att tillgodose den långa sikten? Varför började inte marknadens aktörer tidigare efter 70-talets krisår att bjuda upp aktiekurserna? Har vi på denna punkt något att säga om framtiden just nu?

Vi kan under alla förhållanden försöka ställa frågan någorlunda intelligent. Vad kan man objektivt ta hänsyn till? Finns det offentligt tillgänglig information som säger att man kan tjäna pengar på att gå emot marknaden och göra större vinster om några år genom att köpa nu, snarare än att vänta?

8.2 Metoden

Den analys vi talar om låter sig delas upp i olika partiella bedömningar, som sedan grovt kan sammanfogas till en helhetsbild. Vi har först *företagens realekonomiska situation* ("fundamentals") som förutsätter:

- en bedömning av aktiemarknadsläget totalt på grundval av vad vi vet om
- *dels* de individuella objektens (företagens) faktiska situation,
- *dels* vad vi tror om marknadens förmåga att rationellt och tillförlitligt värdera dem.

Den centrala makroanalysen innehåller fyra delmoment:

- (1) Den *framtida kapitalförräntningen* och utdelningskapaciteten.
- (2) *Ränteläget*; vad ger alternativa finansiella placeringar för avkastning, samt hur snabbt skall framtida vinster diskonteras?
- (3) *Likviditetssituationen på marknaden*.
- (4) *Risk och osäkerhet*; detta handlar *dels* om företagets vinstutdelningskapacitet och de riskpremier som skall läggas in i diskonteringsräntan, *dels* om hur nuvarande placerare upplever sin risk- och osäkerhetssituation.

Placerarnas upplevelse av situationen kan under långa tider vara helt frikopplad från underliggande realekonomiska förhållanden, även om vår tidigare sambandsanalys av räntabilitet, utdelningar och q-värden antyder att konvergens mot vissa centrala samband så småningom sker.

Man skulle också kunna bryta loss en femte punkt, nämligen

- (5) *Inflationen*,

därför att inflationen påverkar alla fyra övriga bedömningar.

Modigliani – Cohn (1979) hävdar att marknaden systematiskt under-

värderar företagen på grund av en inflationsillusion. Wahlroos – Berglund (1986) finner att medan den effektiva avkastningen på finska aktier varit oberoende av inflationsförväntningarna, så kan ett klart negativt samband med faktisk inflation konstateras. Detta resultat kvarstår sedan W-B kontrollerat för effekten att högre inflation signalerar lägre framtida tillväxt och vinster. Inflationen förtjänar därför särskild hänsyn, även om vi har att göra med ett svårt simultanitetsproblem.

Tar vi hänsyn till inflationen *måste* i logikens namn alla de övriga fem elementen behandlas simultant inom en total modell. En av de få kristallklara slutsatserna från nästa kapitelns litteraturgenomgång är nämligen, att Fishers hypotes, att realavkastningen är oberoende av inflationen, är felaktig. Analyserna av det monetära/finansiella systemet och det reala systemet kan därför *inte* separeras.

Traditionell finansanalys har dock byggts på denna separation. Allt som är besvärligt döljs under posten (4). Är man som marknadsaktör dålig på att bedöma den framtida politiken och konsekvenserna av interaktion mellan olika marknader, eller mellan finansmarknaderna i olika länder, så skriver man ned framtiden med ett extra, rejält tilltaget riskpåslag.

Detta antyder ett ytterligare problem av principiellt stor betydelse. En bedömning av aktiemarknadens förmåga att pålitligt uppskatta företagets framtida värden påverkas även av vilka aktörer, vilka instrument och vilken kompetens som får tillfälle att göra sig gällande i marknaden. Om marknadens informationsteknologi (institutioner, organisationer, instrument etc) förändras och dessutom påverkas av hur väl marknaden fungerar, kan man på teoretiska grunder hävda att den typ av kalkyler vi just nu skall göra är meningslösa.

Exempel på förändringar i marknadsteknologin är de nya marknader för optioner som uppstått samt ”program trading”. Bägge lär ha radikalt ökat den hastighet varmed ny information påverkar marknadernas prisbildning och möjligen även ha destabiliserat aktiemarknaden. Om därför kalkyler som de som nu skall presenteras spelar någon roll, kommer kalkylen (som en informationsteknologisk innovation) att påverka marknadens prissättning. Kalkylen blir därmed fel. Denna problematik diskuteras i kapitel II under rubriken ”Jämvikt på kapitalmarknaden, finns den? – en teoretisk översikt”. Här bortser vi helt från detta problem. Vi kan också betrakta denna kalkyl som ett exempel på kalkyler som regelbundet genomförs. Detta gäller särskilt likviditetsanalysen.

Förväntningarna

Varje delanalys har ett *objektivt* inslag (hur har det varit?, hur ser det ut?) samt ett *subjektivt* element, *förväntningarna*.

Bedömningen av den framtida utvecklingen hos grundläggande ekonomiska variabler, bl a förräntningsmöjligheterna (moment (1)), genomför vi med hjälp av simuleringar på IUIs mikro-makro-modell. Vi är särskilt intresserade av att veta i vilken utsträckning den hittills under 80-talets goda vinstutvecklingen i industrin sammanhänger med ett hittills gynnsamt löneläge och en sedan 70-talets krisår nedkyld arbetsmarknad. Får vi överhuvud taget i gång ekonomisk tillväxt på 60-talsnivå om inte också lönsamheten lägger sig på 60-talsnivå (se figur 9a). Hur känsliga är industrins lönsamhetsutsikter för förändringar i löneutvecklingen? Vilka risker för löneexplosion föreligger?

Nästa tunga post gäller räntan, som med stora finansiella placeringar i företagen direkt påverkar såväl deras lönsamhet som det sätt varpå aktie-

marknaden uppskattar deras avkastning. Ränthebedömningen (moment (2)) bygger på tillgängliga externa prognoser. "Förräntningsprognosen" (under (1)) känslighetstestas därvid för olika ränteantaganden.

Riskbedömningen (moment (4)) innehåller ett klart politiskt inslag. Den framtida beskattningen av vinsten är den viktigaste enskilda faktorn. Sedan slutet av 70-talet har lättnader i beskattning av aktiesparandet inneburit en förändring av industrins finansiering bort från nominella lån mot en ökad andel ägarkapital. Den nu ökade riskfinansieringen gör det möjligt för företagen att klara ökade kommersiella risker. Ökade politiska risker sammanhängande med den framtida hemtagningen av vinster från riskengagemang kommer i ett slag att göra företagen mer utsatta också för kommersiella risker.

Det är viktigt att komma ihåg att marknads värdering gäller stocken (förmögenhetsvärden). Stocken är normalt mångdubbelt större än flödena under ett år. Omsättningshastigheten har dock under de senaste 20 åren trendmässigt ökat. Sålunda omsattes 3 % av det totala marknadsvärdet 1965, medan motsvarande andel 1980 var 13 %, en andel som 1986 hade ökat till 33 %.

Det är också viktigt att hålla isär två delar i företagets värdering. Först har vi marknads värdering av företagets substanser (q-värden), därefter har vi substansvärdets tillväxt.

Den svenska aktiemarknadens uppgång efter 1980 gällde i första hand en uppvärdering av existerande substanser; q-värdena ökade. Först 1984 började substansvärdena öka på grund av investeringar. Vi skall då komma ihåg att när substansvärdena börjar öka i reala tal (volym), dvs när tillväxten kommit igång, börjar faktorpriserna, särskilt lönerna och därför vinsterna, att bli känsliga för flaskhalsar och överhettningssfenomen. Expansions acceleration bygger alltså upp sin egen förstörelse genom att inflationen underminerar företagets lönsamhet och lust att investera.

Likviditetsanalys

Likviditetsanalysen representerar ett "äldre synsätt" på hur aktiemarknaden skall analyseras som tillämpas av praktikerna på marknaden, men som betraktas med milt överseende av de moderna "finansteoretikerna".

Teoretiskt handlar det dels om hur segmenterbart och trögrörligt utbudet av likviditet är, dels om i vilken utsträckning förväntningar om framtida, inte bara faktiska, transaktioner påverkar kurssättningen. Frågan är med andra ord vid vilket förväntningsläge och hur snabbt samhällets totala monetära resurser kommer att fokuseras på just aktiemarknaden. Detta synsätt, att vid en förändring av förväntningarna alla framtida resurser från alla källor kan fokuseras just dit där utikterna ter sig bäst – i första hand associerat med Chicagouniversitetets ekonomer – är ett extremt synsätt. Extrema förutsättningar om existensen av marknader i framtids transaktioner görs. Vi genomför å andra sidan en "gammaldags" kalkyl, som underförstått att bara taktiska likviditetsflöden till aktiemarknaden påverkar kurssättningen. Vi genomför den dels därför att denna typ av kalkyler allmänt förekommer som underlag för beslut, dels därför att den verklighet som avgör den faktiska utvecklingen ligger någonstans mellan de två kalkylerna och inte nödvändigtvis närmast den som bygger på det moderna synsättet.

Likviditetsbedömningen (moment (3)) innehåller också ett klart politiskt inslag. Vad händer med aktiekurser, sparvilja och industrins försörjning med det allt viktigare riskkapitalet om likviditeten finans- eller penningpolitiskt dras ned? Det är särskilt viktigt att få ett grepp om hur stabila

vissa mycket tunga utbudsposter som försäkringsbolagens och allemansfondernas placeringar är. Hur ser alternativa placeringmöjligheter ut?

Vi har ställt samman en kalkyl för 1987 över tillskottet av finansiella resurser till aktiemarknaden som den normalt gjordes före "krisen". En stockberäkning för årsskiftet 1987/88 samt en flödeskalkyl för 1988 återfinns även. Se tabell 2.

Kalkylen gav bilden av att mycket pengar skulle jaga en alltför liten substans även en god bit in på 1988, med "inflation" i värdepapperen som följd. Likviditeten var prisdrivande just för denna kategori värdepapper. Det fanns med andra ord hösten 1987 och från denna speciella utgångspunkt ingen anledning till oro för att börsens kurser låg för högt. Däremot blev börskursen naturligtvis latent mycket känslig för en plötslig ändring i likviditetsflödet.

Även om kalkylen visade på betydande nettotillflöden av riskkapital till aktiemarknaden, var dock detta flöde hela tiden beroende av den relativa, förväntade totalavkastningen på aktieplaceringarna, dvs utdelning plus värdestegring. Denna avkastning måste jämföras med alternativavkastningen, dvs en riskfri ränta efter justering för den osäkerhet som är förknippad med aktieplaceringar överhuvud taget.

I en uppåtgående marknad handlar prisbedömningen om hur stort nettotillskottet ur sparandet är, samt möjligen om hur stora finansiella resurser, som kan lockas loss från andra placeringar.

Tabell 2 Likviditetsanalys – traditionell kalkyl 1987
Miljarder kronor

	Flöden 1987 beräknade före "krisen"	Stocken januari 1987	Flöden 1988
Hushåll inklusive aktiefonder och aktiesparfonder	±0	110	±0
Allemansfonder	3	10	3
Löntagarfonder samt 4e AP-fonden	3	20	4
Försäkringsbolag	7	65	5-10
Investmentbolag och rörelsedrivande bolag	6	110	?
Övrigt (stiftelser m m)	±0	90	±0
Utlandet	-1	35	-5
<i>Placeringsbehov</i>	18	440	7-12
Nyemissioner m m	-9		-5
<i>Netto</i>	ca +9		+2-7

Anm: Stockberäkningen skall endast ses som en grov uppskattning. Flödet 1987 avser att beskriva de beräkningar som allmänt gjordes omkring aug/sept 1987, dvs före "kraschen". Flödet 1988 motsvarar de beräkningar som kunde göras omkring årsskiftet 1987/88, således före den kursuppgång och "uppköpsvåg" som förevarit hittills under året (mars 1988). De rörelsedrivande bolagens tänkbara agerande är överhuvud taget inte beaktat i det nettoöverskott (på 2-7 mdr) som är framräknat för 1988. I "Utlandet" ingår även de 3 miljarder som svenska investerare får nyplacera i utländska aktier under året.

Om de relativa avkastningsförväntningarna svänger i negativ riktning för aktieplaceringar, är det å andra sidan inte bara tillflödet av likviditet som kan försvinna. *Hela placeringsstocken kan börja röra på sig.* Som framgår av tabellen är stocken vida större än flödena.

Det finns också ett policyproblem i bakgrunden, nämligen statsmaktens politiska agerande. Åtgärder som minskar likviditetsutbudet eller påverkar den relativa lönsamheten (t ex plötsliga skattepåhopp) kan snabbt vända börsbilden. Men med tanke på den symboliska betydelse som aktiemarknaden åter fått kommer vi i denna analys att räkna med att statsmakten kommer att göra en hel del för att hjälpa till att styra likvida medel till aktiemarknaden. Allvarliga störningar på denna marknad är alltför störande för resten av ekonomin för att man skall våga ta chanser, särskilt ett valår. Såväl allemansfonder som löntagarfonder har dessutom klara regler att rätta sig efter när det gäller placeringar. Resurserna måste snabbt ut på marknaden, dvs för 1988 ca 7 miljarder kronor från den källan.

Försäkringsbolagen sitter i en liknande situation med stora likvida reserver, på jakt efter goda långsiktiga förräntningsmöjligheter. För 1988 handlar det säkert om 5-10 miljarder kronor, som vi räknar med skall gå in på marknaden om inte uppfattningen om en ytterligare, förestående "krasch" vinner i styrka.

En joker i bilden är de *rörelsedrivande bolagen* med (ännu efter krisen) en utestående samlad aktieportfölj brutto på ca 60 miljarder,¹ varav sannolikt 10-15 miljarder är mycket lätttrörliga. Dessa aktörer har under de senare årens expansiva förhållanden blivit en tung faktor på aktiemarknaden. Deras huvudsakliga uppgift är dock rörelsedrivande verksamhet, men de har tillfälligt parkerat en del av likviditeten i aktier för att få god förräntning i väntan på att pengarna skall behövas för investeringar. Minskas aktieportföljernas effektiva avkastning och/eller ökar investeringsbehovet kommer placeringsformen för en inte obetydlig del av dessa tillgångar att ses över. Å andra sidan är de rörelsedrivande bolagen, minst av alla aktörer, intresserade av att värderingarna av deras egna aktier destabiliseras. I den bemärkelsen blir deras aktieinnehav inlåsta i en situation av den typ som råder när detta skrivs (april 1988).

En annan joker är utlandet, vars placeringar är ytterst känsliga för relativa avkastningsförhållanden.

Vi har i första hand ställt upp denna kalkyl för att ge proportioner åt de storheter vi diskuterar. För det första är normala flödena mycket små i förhållande till stocken. För det andra är marknadens prissättning av hela stocken mycket känslig för små avvikande flöden, som tycks kunna generera väldiga förväntningar och en omedelbar fortsättning av prisförändringar i prisförändringens riktning, en förväntan som därmed förverkligas. Under börskraschen hösten 1987 var det bara ca 3 % av stocken som rörde på sig – huvudsakligen utförsäljningar ur högbelånade privatpersoners portföljer, men som under 3 månader förorsakade en massiv sänkning av börsvärdet med nära 30 %. Övriga placerare, även de små privata, verkar ha legat mycket stilla, ett förhållande som understryks inte minst av att de "fria uttagen" ur skattefondssparandet inte utnyttjats. Å ena sidan gör alltså situationen ett intryck av stor stabilitet, samtidigt som konstaterandet att så litet kan röra så mycket antyder ett labilt läge om oron för detsamma skulle återuppstå.

¹ ca 40 miljarder efter korrigerings för indirekt ägande.

Det resonemang vi nu genomfört gör oss till ”fundamentalister”. Vi har studerat så kallade objektiva fakta för att se om dessa förklarar vad som hänt respektive vad som kan hända. Anhängare av tesen om effektiva marknader skulle motsäga oss och säga att den effektiva marknaden redan gjort den utvärderingen (för ögonblicket – vårt tillägg).

Men vi säger så här: Marknadens aktörer har ingen möjlighet att förutse varandras reaktioner på varandra; en omständighet som gör att marknaden trots sin antagna kompetens periodvis kan uppträda, visserligen rationellt men samtidigt nästan oförutsebart, med bubblor som blåses upp och brister. Sedan någon tid är situationen sådan. Därför ställer vi oss nu frågan om underliggande objektiva faktorer (fundamentals) säger något om den långsiktiga utvecklingen av företagets vinst- och utdelningskapacitet, samt var marknaden ligger just nu i förhållande till denna trend. Denna kalkyl är möjlig så länge vi kan bortse från möjligheten att aktiemarknadens kurs-sättning påverkar den reala ekonomin. Vi gör först tillfälligt denna förutsättning och diskuterar vinsten på lång sikt. Därefter studerar vi med hjälp av institutets mikro-makromodell konsekvenserna av en möjlig simultan effektåtermatning från börserna till den reala ekonomin. Slutligen tar vi upp det globala perspektivet. Är detta verkligen en fråga som kan diskuteras i varje land för sig oberoende av hur samma problem löser ut sig i andra länder.

Vinstkonjunktur och ränta på medellång sikt

Vi har tidigare visat att marknadens värdering av företagets substansvärde tenderat att vara stabilt korrelerat med hur stora utdelningarna är ur samma substansvärde. Samtidigt har utdelningarna – med undantag för krisåren på 70-talet – varit stabilt korrelerade med hur stor överförräntning (över industrilåneräntan) företagen uppnått. Tillfälligt, dvs år från år, kunde avvikelser från dessa relationer vara kraftiga och ibland (under krisåren) även långvariga. Men de skattade relationerna tyder på att stora avvikelser så småningom är självkorrigerande.

Oktober månads (1987) börskrasch verkar ha fört ned marknadens substansvärdering under ovan nämnda, skattade samband. På längre – några års – sikt är därför frågan var företagets förräntning av industrikapitalet och räntan (avkastningskravet) kommer att lägga sig. På omedelbar sikt (våren 1988) handlar frågan mer om marknadens psykologi.

För att få ett grepp om vinstutsikterna har vi genomfört en rad simuleringsexperiment på institutets mikro-makromodell, varvid särskilt prisbildningen på arbetsmarknaden studerats.¹

Efter 70-talets krisår har svensk industri genomgått en remarkabel strukturomvandling, snabbare och mer genomgripande än i flertalet industriländer. Ser man objektivt på svensk industri och jämför med konkurrerande industrier i omvärlden, är den vid mycket god hälsa, bortsett från några kvarvarande krisföretag (se Örtengrens kapitel IV).

Industrins förräntning av det egna kapitalet hade dock högkonjunkturåret 1984 knappast nått upp till medelvärdet för 50- och 60-talen. Den reala

¹ En uppdaterad modellversion i förhållande till den version som användes i institutets senaste långtidsbedömning (den nordiska) har utnyttjats. Se *Growth Policies in a Nordic Perspective*, op cit, s 202, samt Eliasson – Hanson – Hartler – Oxelheim (1988). En beskrivning av industrisektorn återfinns i Albrecht – Lindberg (1982).

räntan var dessutom betydligt högre än på 50- och 60-talen; lika hög som eller högre än kapitalförräntningen, ett anmärkningsvärt förhållande ett högkonjunkturår. Problemen med svensk industri ligger med andra ord på ett annat plan än produktivitet och industriell kompetens. Det är i första hand *den interna svenska relativprisbildningen*, särskilt produktpriser (internationella), löner och räntor, som *skall studeras om man vill förstå hur börserna uppträder och varför tillväxten uteblir*.¹ Den effektiva avkastningen på aktier ökade 1986 och 1987 (fram till kraschen) trots att kapitalförräntningen sjönk och trots fortsatt hög löneinflation. Men marknadsräntan föll också. Att aktiekurserna fortsatte att stiga speglade kanske förväntningar om en återgång till för 50- och 60-talen normal lönsamhet utan att förhållandena på arbetsmarknaden förändrades, dvs att lönerna skulle hållas i schack, men också att energikostnaderna skulle kunna hållas låga och stabila.

Mikro-makromodellen är mycket lämpad att använda för att studera dessa komplicerade samband mellan *offentligt tillgängliga fakta*. Simuleringsexperimenten visar också att löneutvecklingen inte drar ned lönsamheten mer än en konjunkturavmattning motiverar, så länge arbetsmarknaden uppträder lugnt som den gjort sedan 70-talets krisår. Om däremot arbetsmarknadens parametrar "sätts tillbaka till 60-talsförhållanden" kan en annorlunda situation lätt uppstå. Detta gäller i synnerhet om en aggressiv lönerörelse backas upp av en expansiv efterfrågepolitik i syfte att rädda selsättningen.

Figurerna 9 "sammanfattar" resultaten av simuleringsexperimenten, vilka börjar 1986. Resultaten blir kanske inte helt väntade. Det valda referensfallet² (REF) ger en gynnsam lönsamhetsutveckling (figur 9a) resten av 80-talet med relativt låg löneinflation (se figur 9b) och en ökande produktionstillväxt (figur 9c). Lönsamheten stabiliserar sig någon procentenhet under trenden för 50- och 60-talen. Börskraschen antas i dessa experiment lämna den reala ekonomin opåverkad.

Om arbetsmarknadens "parametrar" däremot "sätts tillbaka" till vad som gällde under 60-talet (jämför REF med inflationistisk arbetsmarknad (=INFL)) blir arbetsmarknadssituationen inflationistisk. Lönerna ökar mycket kraftigt. Den snabbt ökande genomsnittliga lönen gäller en snabbt sjunkande bas av sysselsatta, därför att arbetslösheten stiger kraftigt (det "engelska fallet"). Kapitalförräntningen stabiliserar något under den i REF, men gäller bara de överlevande företagen. Ett ökande antal företag går i konkurs och många kvarvarande företag drar ner sin produktion. Produktionsökningen minskar därför snabbt till negativa värden under 1990.

Om vi i stället låter börskraschen försätta ekonomin i ett skrämmande tillstånd inträffar "ett under" (jfr REF med SKR). Vi skrämmer upp arbetsmarknaden genom att sista kvartalet 1987 ställa tillbaka parametrarna till "krisspecifikation". Vi gör företagets investeringar särskilt känsliga för överkapacitet och höjer hushållens benägenhet att spara i takt med att inflationen och arbetslösheten ökar. Löneinflationen bryts därför att företagets ex-

¹ Se Eliasson – Lindberg (1986).

² För detaljer se Eliasson – Hanson – Hartler – Oxelheim (1988). Referensfallet är identiskt med det referensfall som användes i den nordiska studien, så när som specifikationen av de individuella företagens investeringsfunktion och antagandena om den internationella teknikutvecklingen (se Carlsson 1988).

pansionsplaner går ned samtidigt som arbetslösheten går upp. Utslagningen av företag på grund av en kostnadskris är inte lika dramatisk som i fallet INFL, där också arbetslösheten ökar. Konjunkturoren dämpas kraftigt under resten av 90-talet men börjar vända till det bättre, därför att vinstmarginalerna för export ökar och en väsentligt snabbare produktions-tillväxt än i löneexplosionsfallet (INFL) sätter in bortom 1990. De nominella lönerna ökar inte i genomsnitt lika mycket som i "löneexplosionsfallet", men genomsnittligt gäller den lägre ökningen en väsentligt bredare bas anställda. Reallöneskillnaderna är lägre, därför att inflationen minskar. Löneandelen minskar något, men förräntningen av företagets kapital ökar desto kraftigare och lägger sig över snittet för 60-talet (se figur 9a). Om börskraschen lyckas skrämna upp ekonomins aktörer som vi förutsatt får den därför samma effekt som en effektiv finanspolitisk åtstramning. De interna svenska priserna rättas till och en exportboom sätter igång, som så småningom ger underlag för reallöneökningar utan sänkt lönsamhet. En ytterligare ekonomisk-politisk poäng med detta scenario är att det ökade sparandet i stället för att som vid effektiv finanspolitik hamna i den offentliga sektorn i detta fall ackumuleras i den privata sektorn (hushåll och företag).

Man kan naturligtvis inte tolka in för mycket i dessa experiment, särskilt som börskraschens psykologiska effekter på den reala ekonomins "parametrar" bygger på gissningar och antaganden. Några slutsatser kan dock dras. Före 1987 års börskrasch hölls tendensen mot häftig löneglidning och "löneöverskjut" tillbaka av den höga reala räntan, som samtidigt höll nere företagets överförräntning. Men även före "kraschen" var en tendens mot snabb löneglidning, och krympande vinstmarginaler, klart etablerad. Lönsamheten var redan på väg nedåt. Så småningom borde även företagets "skattade utdelningskapacitet" ha dragits ned och därmed föranlett en viss nedjustering av aktiekurserna.

Denna nedjustering borde dock ha stannat en god bit över nuvarande (februari 1988) q-värdenivå. Samtidigt hade investeringar och tillväxt i företagen justerat upp underliggande substansvärden, med påföljd att börsutvecklingen efter en mindre svacka stagnerat under några år, för att därefter åter börja öka. Med reservation för internationella och psykologiska faktorer hade detta varit vår prognos på några års sikt om denna skrift gått i tryck före oktober 1987. I botten hade då legat en ränteprognos på realt, långsiktigt ca 4-5 % (och nominellt minst 10 %, med en beräknad inflation på minst 6 %) plus en extra marginal på 1/2-1 % för svensk valutaosäkerhet. Det senare påslaget beror dels på att valutaregleringen och hög svensk utlandsskuldssättning signalerar interventionsbenägenhet, dels på den svenska devalveringstraditionen. Denna "prognos" hade alltså innefattat en nedrevidering av kurser och q-värden allteftersom konjunkturavmattningen inträdde, dock med ett visst underskjut! Mer tillåter inte vedertagna prognosmetoder att vi säger.

Kort sikt

1987 års börskrasch har avsevärt komplicerat bilden. För det första har marknadens värdering (februari 1988) av företagen hamnat en bra bit under den nivå företagens vinst- och utdelningskapacitet motiverar och det lågvattenmärke vi skulle ha räknat med. För det andra borde "kraschen" något ha kylt ned även arbetsmarknaden. Detta borde i sin tur partiellt gynna företagets vinstutveckling, om inte svensk arbetsmarknad redan vridits tillbaka till 60-talsförhållanden. Då är det farligt.

För det tredje gäller att endast en mindre del (ca 3 %) av börsens volym hittills har rört på sig, med konsekvensen att ca 200 miljarder kronor, eller omkring 30 % av de börsnoterade företagens värden försvunnit.¹ Så långt vi vet har de små spararna hittills legat kvar med sina portföljer. Rörelsen gäller främst högbelånade privata placerare. De små spararna äger direkt minst 20 % av de börsnoterade företagen och indirekt via allemansfonder och fria aktiefonder ytterligare 10 %. Om dessa aktiesparare skulle börja agera, kan vad som helst hända. Och detta var exakt vad som hände 1929/1932. Sådant kan vi inte göra prognoser på.

Problemet är dock att ytterligare, mycket stora kursrörelser nedåt på global nivå, initierade exempelvis av fortsatt mycket instabila valutamarknader, kan vara just den psykologi som börjar påverka det reala ekonomiska systemet.

Hur påverkas det reala systemet? – återmatningseffekten

Bortsett från psykologi och förväntningar – som är avgörande på kort sikt – är det den totala efterfrågan och prisbildningen i ekonomin som påverkas. Är aktiemarknaden organiserad så att dess aktörer så småningom kan lära sig var marknadens jämviktspriser ligger och snabbt hjälpa marknaden att hitta dit?² Modeller över total efterfrågan finns. Förmögenhetsvärdenas minskning bör också minska hushållens benägenhet att konsumera – en effekt som nationalekonomerna kallar just förmögenhetseffekten eller Pigou-effekten. Alla skattningar tyder dock på att den är liten (av storleksordningen max 5 % av förmögenhetsförlusten), därför att hushållen långsiktigt vill upprätthålla en stabil konsumtionsnivå. Detta gäller dock bara under stabila förhållanden, dvs när man tror att det inträffade är temporärt, konjunktorellt. Börjar större saker inträffa vet ingen hur stark denna effekt kan bli. Den potentiellt farligaste effekten är dock den internationella totaleffekten av en kombination av sänkt konsumtion, sänkta investeringar, åtstramningspolitik i alla industriländer och en plötslig sänkning av förväntningarna. Vi fick under 70-talet en föraning om hur starka dessa effekter kunde bli när alla länders politik tillsammans skapade efterkrigstidens kraftigaste konjunkturavmattning.

Avgörande för hur vi skall se på förväntningarnas effekter är om och på vilken sikt den nuvarande ekonomiska situationen är snabbt självreglerande. Finns det farhågor för att världsläget förväntningar skapar en global depression, något som flera bedömare i dag inte räknar som helt osannolikt? Mekanismen bakom detta är att samtliga individers och företags samlade osäkerhet skulle dra ned investeringar och konsumtion samt höja sparandet, dvs därmed skapa (vid för höga räntor) en Wickselliansk, deku-

¹ Vi skall dock komma ihåg att denna väldiga siffra är räknad brutto. Netto efter korrigering för inbördes ägande blir det ca 150 miljarder kronor som försvunnit, inte heller det en föraktlig siffra. Den motsvarar ca 30 % av de svenska hushållens disponibla inkomster 1987.

² En teoretisk litteratur, som sysslar med möjligheten av sådana sk rationella förväntningsjämvikter, håller för närvarande på att växa fram (se kapitel II, avsnitt 5.1.3). Typiskt för denna analys är dock att modeller med prisåtermatning av ovan nämnt slag undviks.

umulativ process. Problemet är reellt. Det har ingen betydelse hur irrationellt ett sådant beteende kan tolkas, så länge som tillräckligt många aktörer i marknaden signalerar farhågor.

Att åstadkomma en lokal depression i Sverige verkar dock inte vara möjligt så länge omvärlden förhåller sig lugn. Vi har på olika sätt utsatt mikromakromodellekonomin för mycket betryckta inhemska förväntningar. Modellekonomin är mycket robust. Det har inte varit möjligt att skapa annat än en temporär konjunkturnedgång. Tvärtom, om hushållen och företagen blir tillräckligt lokalt uppskrämda och om statsmakten inte gör någonting, kommer den inhemska efterfrågedämpningen – med tillfälligt (!!!) bidrag från en ökad arbetslöshet – att sänka det svenska lönekostnadsläget så att exporten får en skjuts och så småningom ger en exportboom som löser sysselsättningsproblemet. Detta goda resultat förutsätter att företagen förstår hur det hela fungerar och inte under övergångsperioden slutar investera. Om löntagarna blir oroadade men företagen *förstår hur maskineriet fungerar*, kommer marknaden att fungera effektivt. Börsspekulanterna kommer då att ha åstadkommit för Sverige vad många finansministrar inte lyckats med, nämligen den effektiva åtstramningspolitik som får en permanent justering av interna relativpriser till stånd. Det är dock den *givna* omvärlden som gör den svenska ekonomin robust. Skulle samma sak inträffa i alla länder, då finns det inga stabiliserande begränsningar.

Psykologi och marknadsstabilitet

En global, kumulativ process skulle med dagens internationellt integrerade finansmarknader snabbt påverka psykologin i världsekonomin. Inte heller börskraschen i oktober kunde förklaras med hänsyn till förändringen i underliggande objektiva fundamenta inom industrin. Problemet låg på ett annat mycket komplexare plan. Någonting har inträffat som i ett slag har förändrat hela den förväntningsbildning, den psykologi, som tidigare hållit uppe kurserna. Detta gäller alla börser i industriländerna och priskänsligheten är enorm. Medan börsvärdena som nämnts rasat med mellan 25 och 40 %, har transaktionerna enbart uppgått till ca 3 % av börsvärdet. Motsvarande tal på New York-börsen är att en omsättning av 3 % av börsvärdet under fyra direkt på kraschen följande "trading days" åstadkom en indexsänkning på 30 %. Efter 14 dagar hade sänkningen stabiliserats vid ca 25 %. Transaktionerna utgjorde då ca 5 % av börsvärdet. Hur stort börsfallet var i relation till några länders samlade årsproduktion framgår av figur 8. Kan man peka på förändrade omständigheter som plötsligt blivit kända, som motiverar denna dramatiska omvärdering av börsens nuvärden? Knappast!

Har vi att göra med en permanent revision av börsens värderingsprinciper eller är detta en tillfällig, men stor störning i förväntningsläget, som så småningom kommer att korrigeras av sig själv? Hur länge dröjer det i så fall innan objektiva fundamenta återigen bestämmer marknads värdering av aktierna?

(De omständigheter som många bedömare pekar på är en rad finansiella och reala ojämvikter i världsekonomin, som tillsammans ger en situation som ingen riktigt begriper sig på. Vi har först och främst de stora industriländernas tunga, ineffektiva och illa finansierade offentliga sektorer; illa finansierade i den bemärkelsen att om marknaden fick bestämma skulle mycket slås ut och resten drastiskt omorganiseras. USAs budgetunderskott är ett inslag i den bilden. Löses inte USAs budgetproblem med någorlunda restriktiv politik lurar inflation och växelkursstörningar i bakgrunden.

Skuldskrisen i många u-länder är ett annat inslag. U-världens skuldproblem beror bl a på att industriländerna inte köper deras produkter i den takt de räknade med före oljekrisen. Blir det en ny kris bland industriländerna kommer deras situation ytterligare att förvärras.

En för den rationelle analytikern ännu farligare situation än u-ländernas skulder är dock vissa, till synes mycket övervärderade, tillgångsmarknader i några stora industriländer, särskilt Japan. Här handlar det om belopp som vida överstiger u-ländernas skulder. Dessa värden hålls uppe av gemensamma intressen. Hur starka dessa gemensamma intressen är, dvs hur stor risken för bristningar är, kan dock ingen bedöma. Därav osäkerheten. Om aktie- och fastighetsmarknaderna i Tokyo skulle "kollapsa", måste enorma belopp täckas in, i första hand genom utförsäljning av finansiella dollartillgodohavanden. En ytterligare djupdykning av dollarn blir följden.

Vad kan statsmakterna göra? Ingenting! Ingen har en samlad bild av den totalekonomiska situationen. Vi vet inte ens om vi har ett problem. Börjar politikerna i olika länder agera, oberoende av varandra och utan överblick av totalläget blir det bara ytterligare marknadsoro. I valet mellan att störa balansen ytterligare och avstå ifrån att agera och sätta sitt hopp till marknadens dynamiska effektivitet, förefaller det rationellt för de olika ländernas politiker att efter många årtionden av stark tro på sin egen förmåga nu låta marknaden få sin chans.)

Det vi skrivit kan vara okunnigt. Men detta är inte problemet. Det är alla aktörers reaktioner – hur okunniga de än må vara – som bestämmer förväntningar och stämningssläge på finansmarknaderna.

Risken för en ytterligare "run" på industriländernas förmögenhetsvärden, med potentiellt förödande effekter på den reala ekonomin – en risk som är stor därför att det första steget utför redan tagits – föreligger alltså, därför att många aktörer tror att risken föreligger. I en sådan situation kan klumpigt ekonomisk-politiskt agerande på internationell nivå vara den faktor som utlöser en andra kris.

Givet detta, hur reagerar en rationell aktör/placerare i Sverige?

Man skulle kunna bedöma det spekulativa läget ungefär så här. Konjunkturutsikterna är sådana att det inte finns någon anledning att ha bråttom med köp. Köp skulle dessutom bli dåliga affärer om marknaden går ned ytterligare. Det ligger i de stora, professionella placerarnas intresse att marknaden går ned ytterligare innan de går in. Det ger möjligheter till större vinster när det gäller nyplaceringar. De som i första hand blir lidande på en sådan utveckling är placerare med mindre uthålliga portföljer eller hög belåning, dvs de som kommer att agera med säljorder, om ytterligare en nedgång inträffar. De små placerarna börjar nu komma i farozonen! Om tillräckligt många resonerar på det sättet kommer marknaden att gå ned ytterligare under den långsiktigt rimliga nivån. Endast på en mycket djup marknad med många aktörer, som med klart långsiktig placeringspolitik räknar med att kunna tjäna pengar på att många spekulerar i en ytterligare kraftig nedgång på marknaden, kan en sådan nedgång förhindras. Ju fler kompetenta långsiktiga placerare, desto tidigare måste man i en situation som denna gå in för att säkra framtida kapitalvinster, innan konkurrenter börjat bjuda upp kurserna.

Situationen 1979 när börsens q-värden nådde sitt bottenläge (se figur 4a) är alltså kristallklar. Antingen var börsen effektiv och befolkad av kompetenta och professionella aktörer som alla hade tillgång till all tillgänglig information (offentlig och insider), vars rationella och informerade bedömning var att löntagarfonderna skulle ta över och/eller att svensk industri var

i permanent kris. Alternativt var marknaden klart ineffektiv och börsens aktörer varken informerade eller kompetenta, eftersom de inte redan tidigare hade börjat bjuda upp kurserna på aktierna.

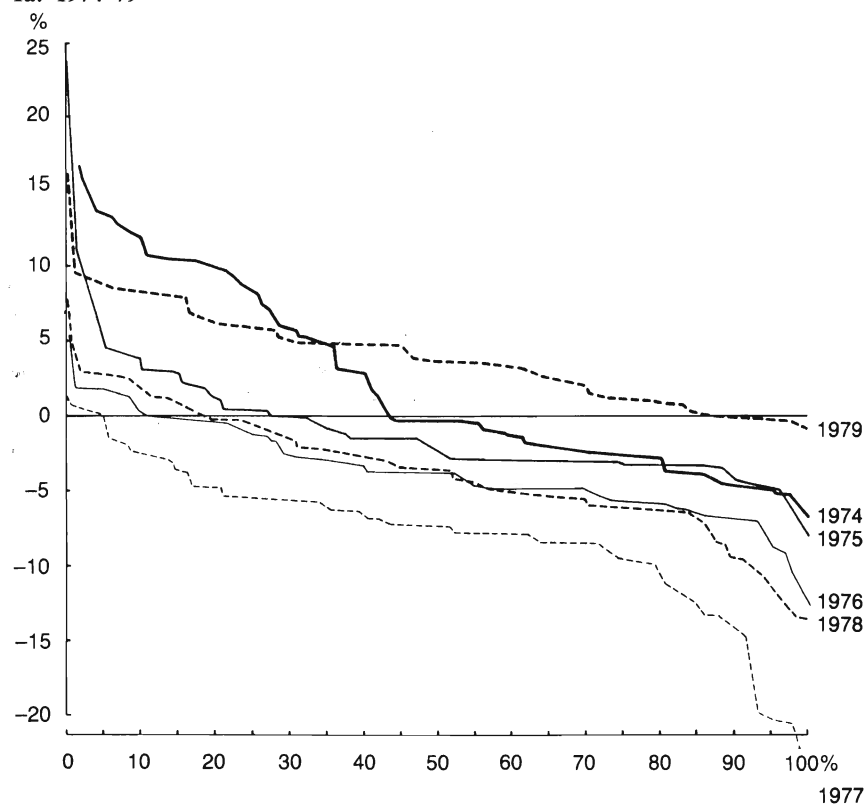
Industriföretagen själva hade ett stort ansvar i denna bedömning, och kunde, särskilt om de haft de möjligheter amerikanska företag har att på insiderkunskap köpa in sina egna aktier, tidigt ha börjat korrigera priserna i rätt riktning. Det är i första hand industriföretagen som inte mår finansiellt väl av en stökig aktiemarknad. De sitter inför 1988, som vi visat, som jokrar i detta spel med stora placeringar.

Frågan blir om allemansfonderna förmår hjälpa till, eller om ytterligare tillskott av skattebefriat sparande behövs för att stabilisera marknaden i Sverige.

Ingen lokal svensk lösning finns dock om världen i övrigt börjar gunga. Men det är hög tid att i Sverige börja fundera på om inte aktiemarknadens bisarra skattesituation radikalt borde förändras. En permanent förändring av skattesystemet som gynnar hushållens sparande och särskilt sparande i aktier, som direkt kommer företagen till godo, kommer också att hålla företagens marknadsvärden uppe och på en nivå som någorlunda motsvarar det ekonomiska värdet av gjorda investeringar. Politikerna har alltså en begränsad uppgift även i denna situation, nämligen att hjälpa till så att priserna på den viktigaste av alla marknader, nämligen aktiemarknaden, blir någorlunda pålitliga signaler på de värden som skapas i företagen i stället för att som tidigare störa prisbildningen.

Figur 1 Kapitalförräntning utöver kapitalmarknadsränta – fördelningen över kapitalbeståndet i svensk industri för olika år

1a. 1974–79



Anm: Figuren skall läsas så här.

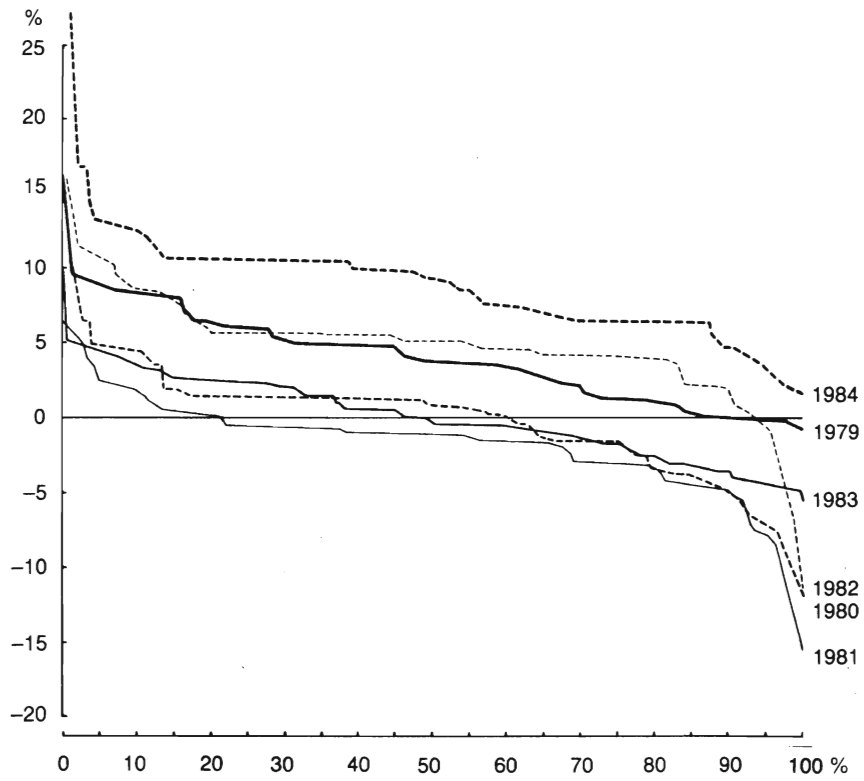
På den vertikala axeln visas med hur många procentenheter den nominella förräntningen av det totala kapitalet översteg den nominella räntan på industrilån.

På den horisontella axeln visas hur dessa förräntningstal fördelar sig över de enskilda industriföretagen. Kurvan är kumulerad, vilket innebär att man på den axeln kan läsa av hur stor andel av kapitalet som förräntas med minst det procenttal som kan avläsas på den vertikala axeln.

1979 nådde nästan hela kapitalbeståndet en förräntning överstigande låneräntan 1979. Krisåret 1977 lyckades endast en bråkdel av kapitalbeståndet nå en förräntning överstigande industrilåneräntan.

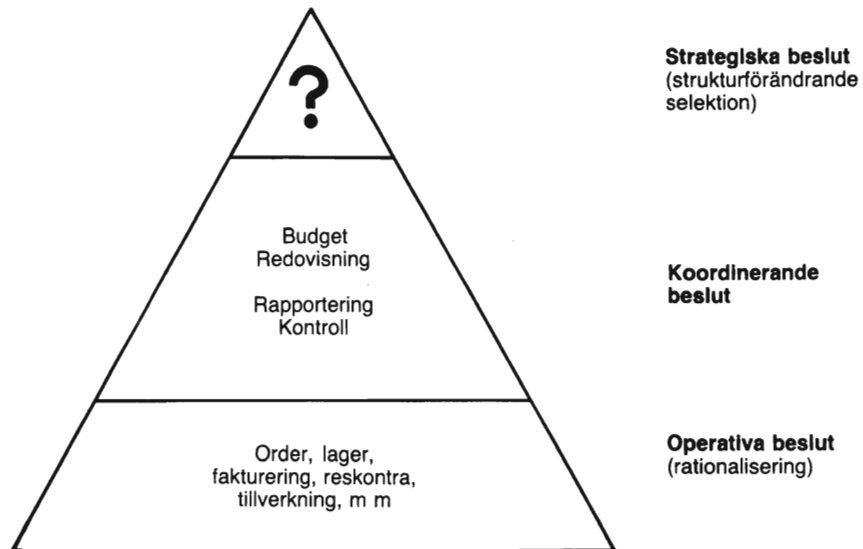
Källa: MOSES Data Base.

1b. 1979-84



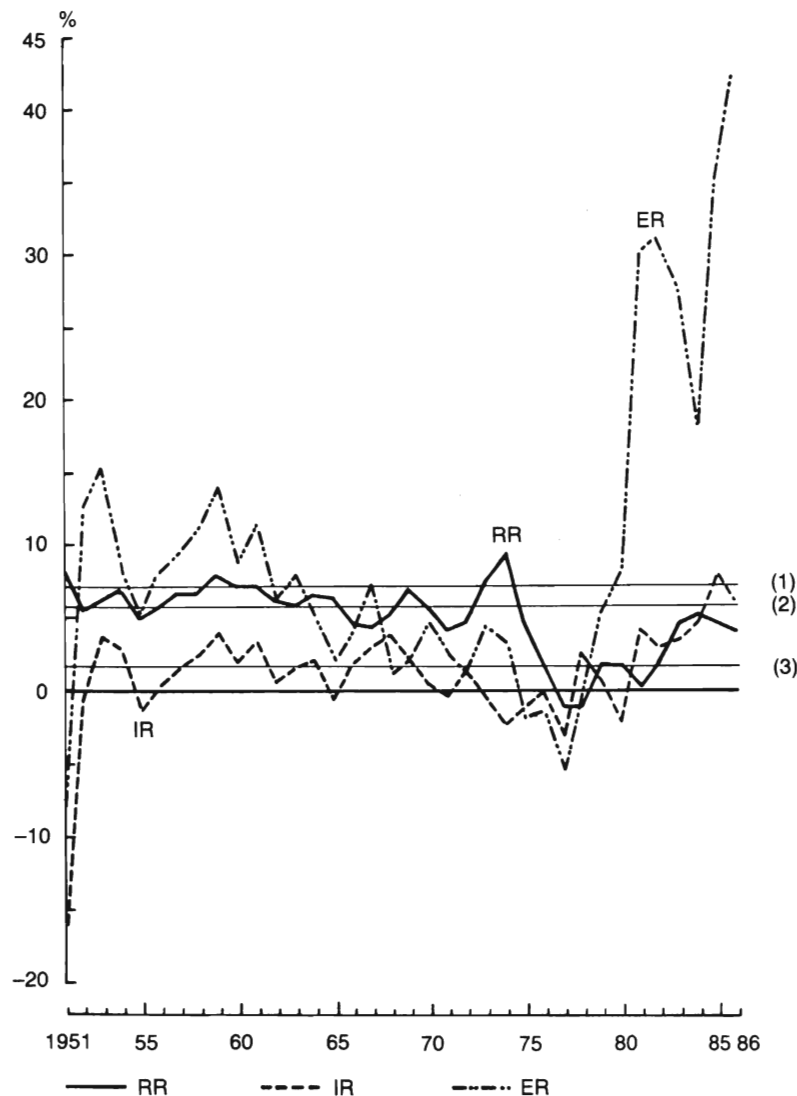
Källa: MOSES Data Base.

Figur 2 Beslutspyramiden i företaget



Källa: Hur styrs storföretag? En studie av informationshantering och organisation, IUI, Liber, Stockholm, 1984, s 95.

Figur 3 Företagens börsavkastning, industrins räntabilitet och räntan 1951–86



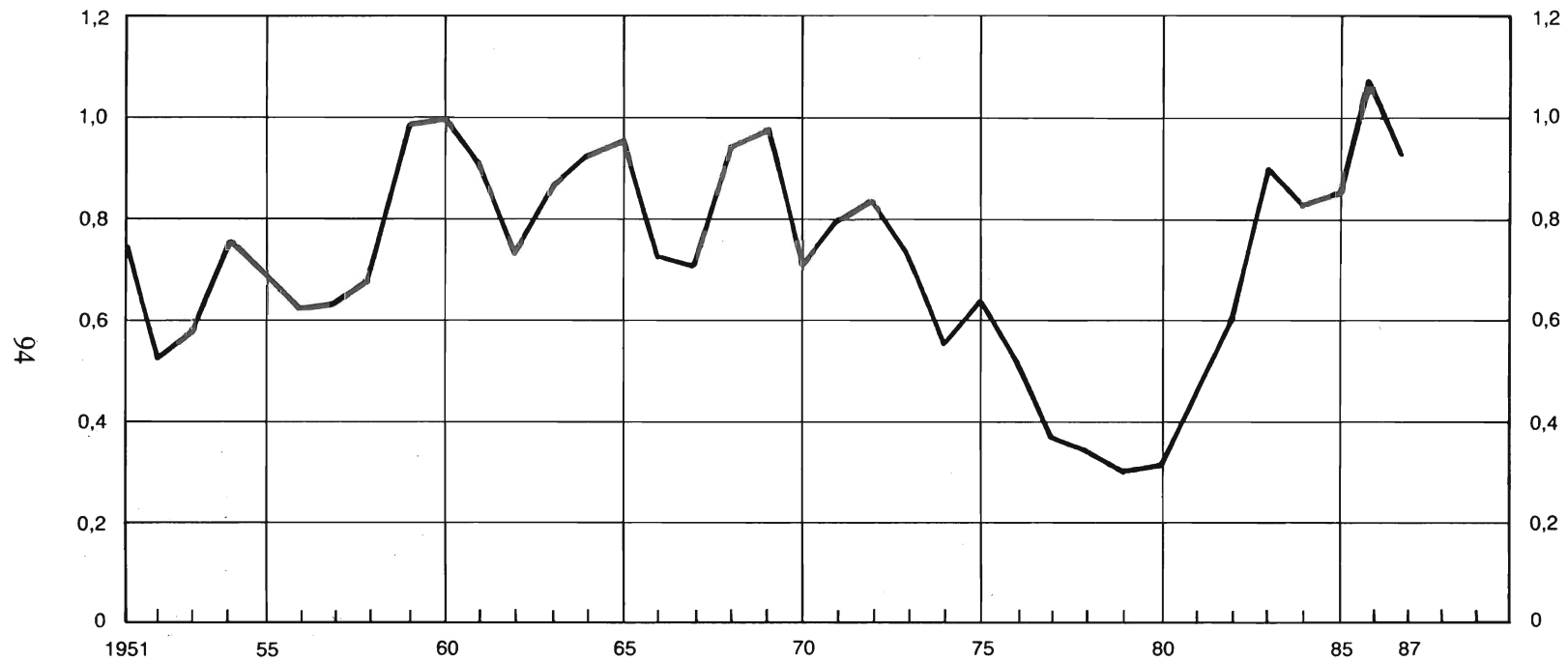
Definition: Räntabiliteten (RR) definieras realt, dvs efter justeringar för prisnivåförändringar. Räntan (IR) är definerad realt, dvs från räntan på långa industriobligationer har dragits förändringen i konsumentprisindex. Den effektiva börsavkastningen (ER) definieras (också realt) som summan av direkt avkastning och real kursförändring.

Anm: De horisontella linjerna mäter realräntan (1), räntabilitet (2) respektive effektiv börsavkastning (3) i medeltal för perioden 1951–72.

Källa: Södersten, J, "Industrins vinster, finansiering och tillgångsstruktur 1965–83", Specialstudie V i Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985, IUI, Stockholm 1985, samt uppdateringar inom IUI. Data för effektiv börsavkastning har hämtats från Näringslivets ekonomifakta.

Figur 4 Marknadsvärden och substansvärden inom svensk industri 1951-87

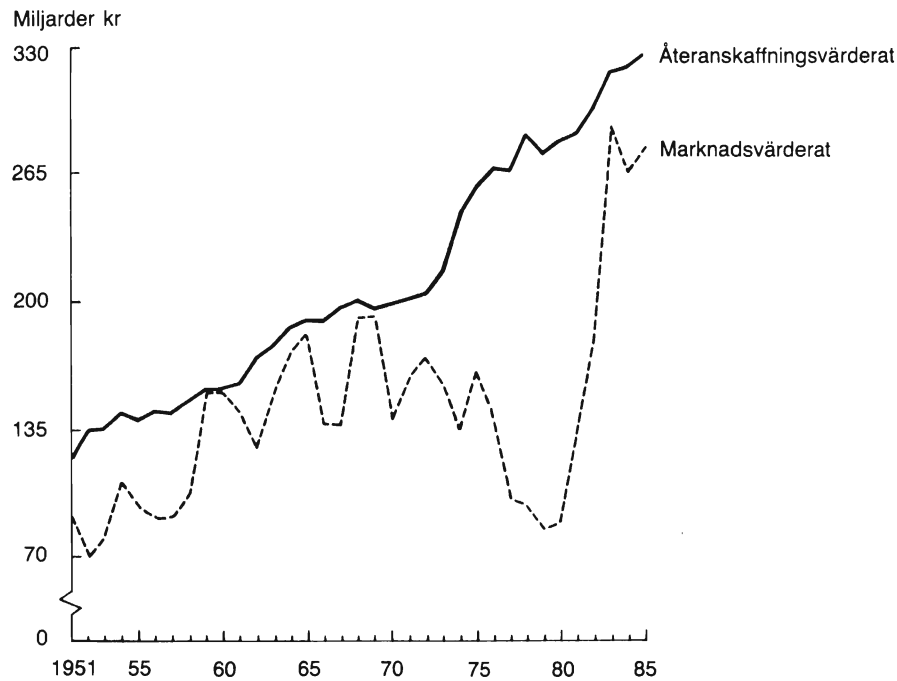
4a. q-värden för hela industrin 1951-87



Anm: Med substansvärde menas kumulerade totala investeringar, korrigerade för inflation och kalkylerade avskrivningar minus skulder. Från det sålunda erhållna substansvärdet (återanskaffningsvärdeberäkning) av eget kapital har dragits en beräknad "dold skattebelastning". För exakta definitioner se Södersten, J, "Kapitalbildningens förutsättningar", IUIs Årsbok 1987-1988, IUI, Stockholm 1988.

4b. Marknadsvärderat och återanskaffningsvärderat eget kapital i svensk industri 1951–85

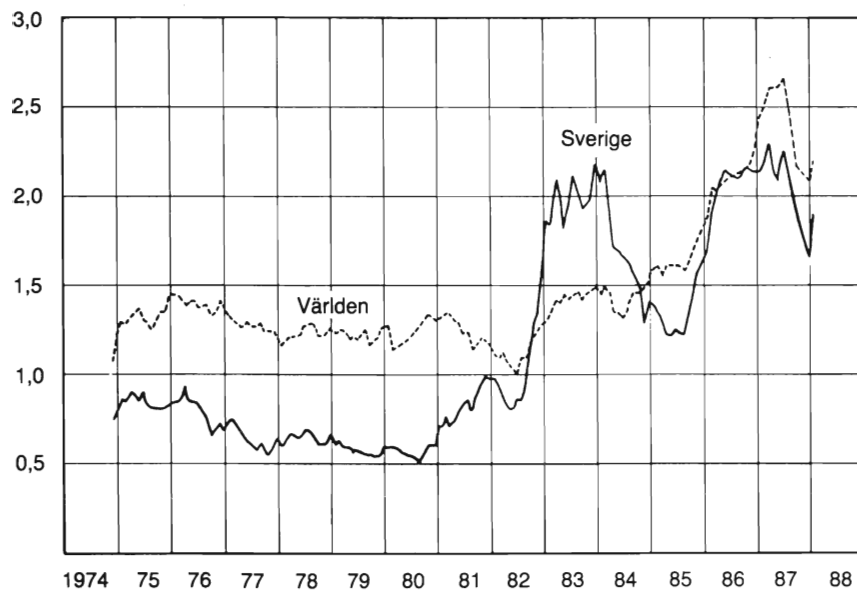
Miljarder kr i 1980 års priser



Anm: De återanskaffningsvärderade substansvärdena är desamma som i nämnanen i figur 4a. Marknadsvärdet och substansvärdet har år 1980 beräknats från ett vägt index av börsens industriföretag. Med hjälp av den sålunda erhållna skillnaden för börsföretagen mellan marknads- och substansvärde har ett hypotetiskt marknadsvärde för hela svenska industrin beräknats. Marknadsvärden bakåt och framåt har därefter erhållits genom att alla industriföretag antagits ha en kursutveckling identisk med de på börsen registrerade industriföretagen.

Källor: Diagram 4, s 189 i Eliasson, "Profit Performance in Swedish Industry", Special Study F i *Industrikonjunkturen* Hösten 1976, Sveriges Industriförbund, Stockholm. För perioden 1965 och framåt se Södersten, J, "Kapitalbildningens förutsättningar", *IUIs Årsbok 1987–1988*, IUI, Stockholm, 1988.

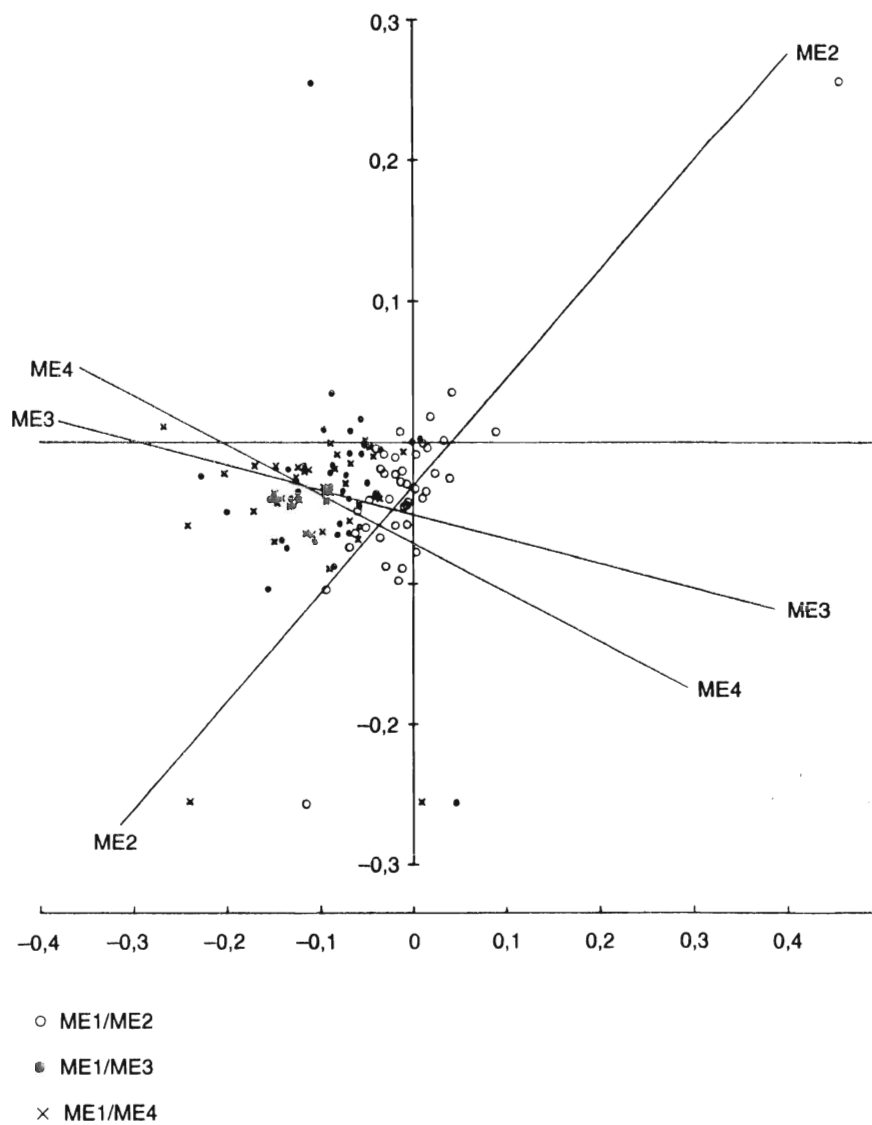
4c. q-värden i Sverige och i världen 1975–87



Anm: Denna gång används bokförda substansvärden i nämnaren, därav nivåskillnaden på q-värdet mellan figur 4a och denna figur.

Källa: Morgan Stanley Capital International Perspectives.

Figur 5 Stabiliteten i kapitalets förräntning – överförräntningen i dag och i morgon hos 42 stora svenska koncerner

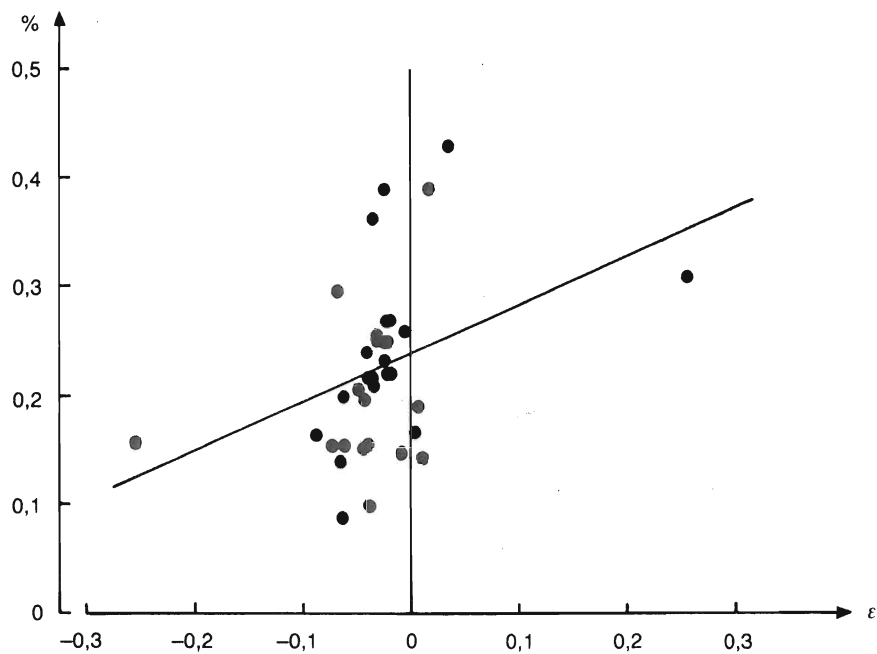


Anm: ME mäter företagens reala förräntning (R) över industrilåneräntan (IR), dvs $\bar{\epsilon} = ME = R - IR$ i figur 3 för respektive företag och period.

Källa: MOSES Data Base.

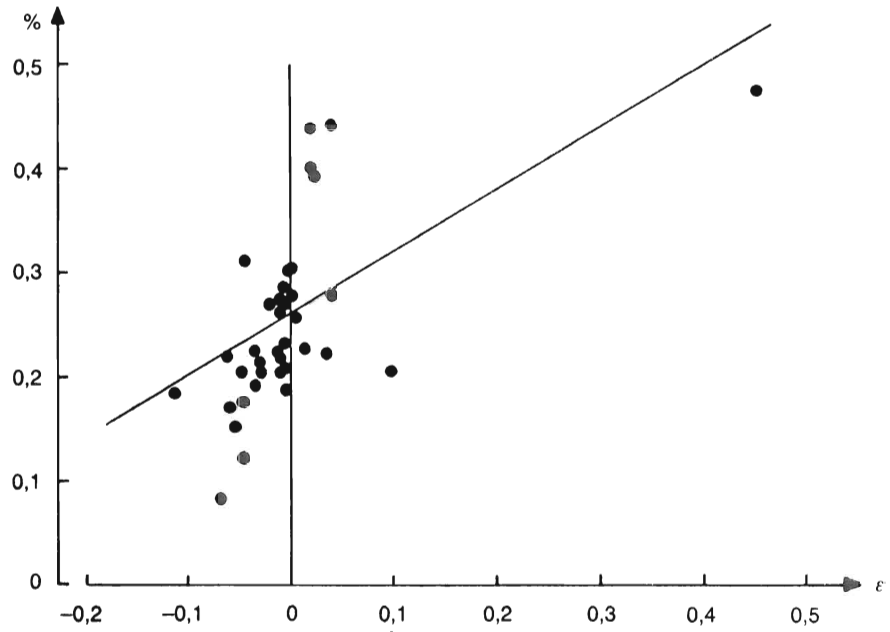
Figur 6 Utdelningen och företagens förräntning av substansvärdet i 37 stora börsföretag 1966–85

6a. 1966–70



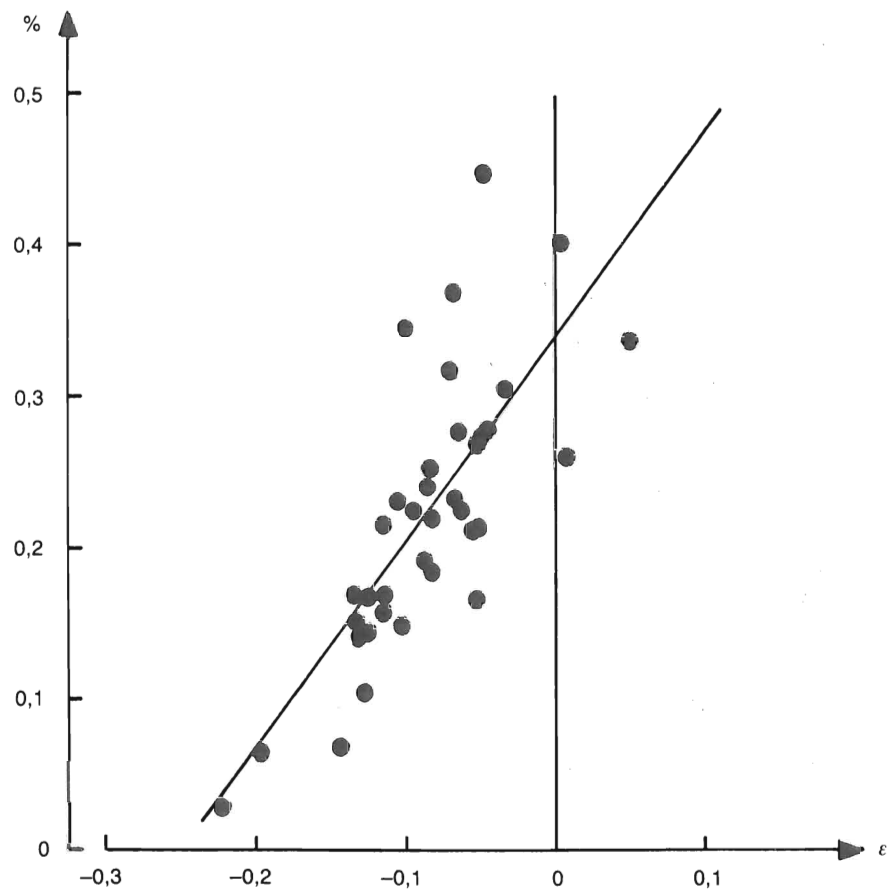
Anm: På den vertikala axeln anges utdelningens storlek i procent av substansvärdet i medeltal för en femårsperiod. På den horisontella axeln anges företagens förräntning av samma substansvärde över industrilåneräntan för samma period, dvs ϵ .

6b. 1971-75



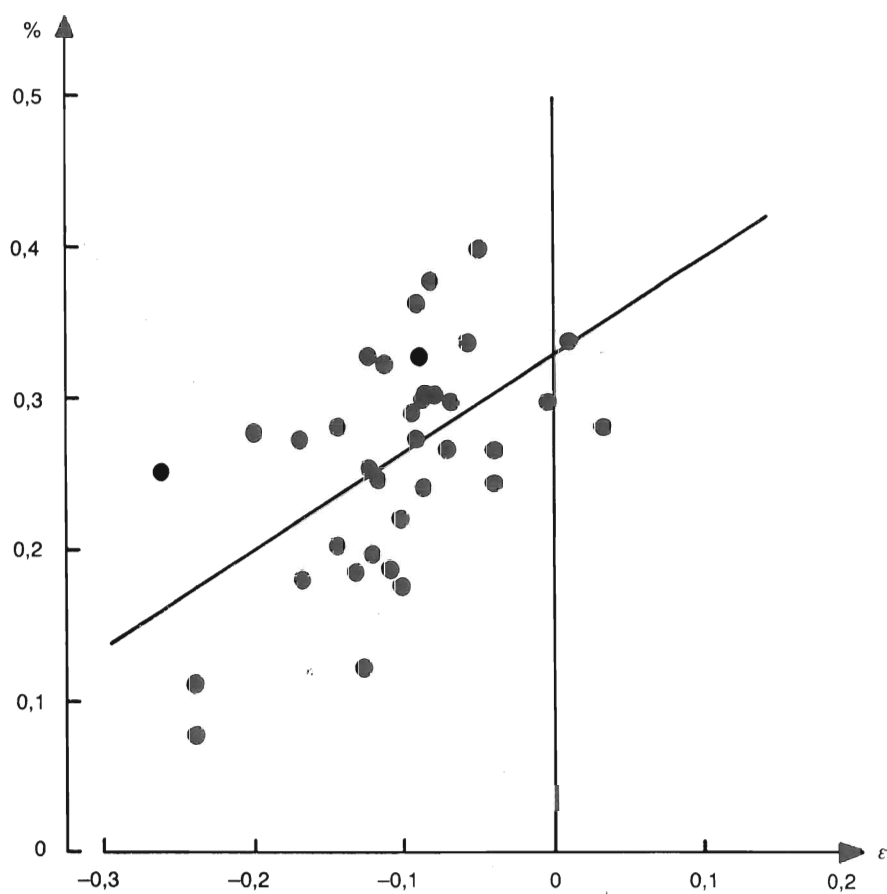
Anm: På den vertikala axeln anges utdelningens storlek i procent av substansvärdet i medeltal för en femårsperiod. På den horisontella axeln anges företagets förräntning av samma substansvärde över industriräntan för samma period, dvs ϵ .

6c. 1976-80



Anm: På den vertikala axeln anges utdelningens storlek i procent av substansvärdet i medeltal för en femårsperiod. På den horisontella axeln anges företagets förräntning av samma substansvärde över industriräntan för samma period, dvs ϵ .

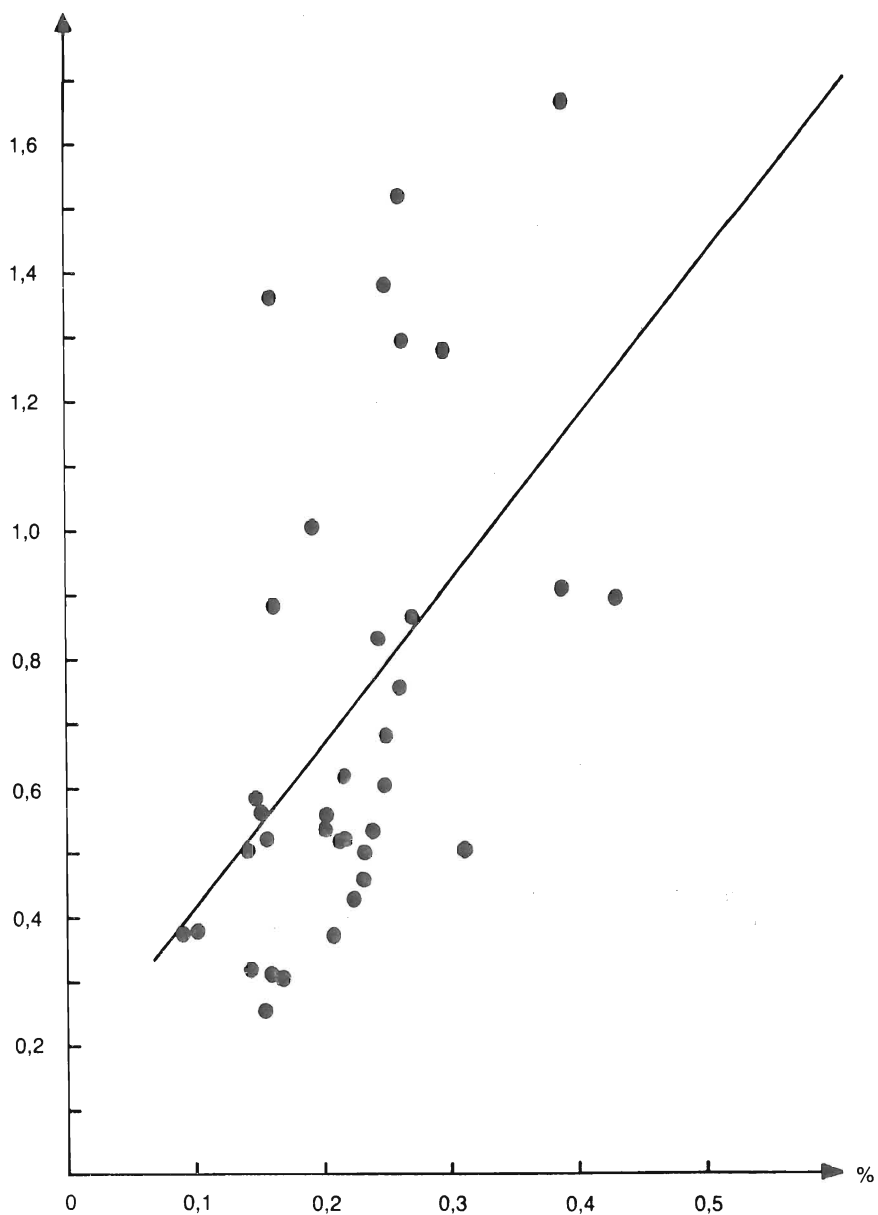
6d. 1981-85



Anm: På den vertikala axeln anges utdelningens storlek i procent av substansvärdet i medeltal för en femårsperiod. På den horisontella axeln anges företags förräntning av samma substansvärde över industriräntan för samma period, dvs ϵ .

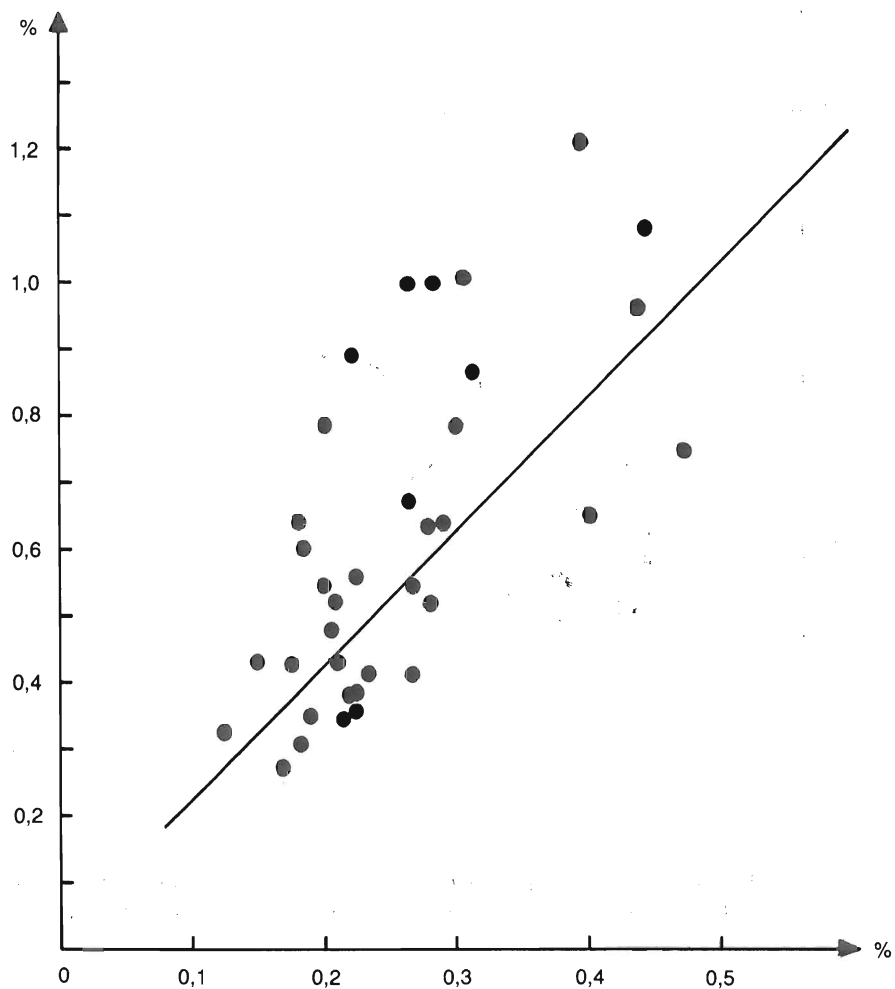
Figur 7 Utdelningen och marknadens värdering av substansvärdet i 37 stora börsföretag 1966–85

7a. 1966–70



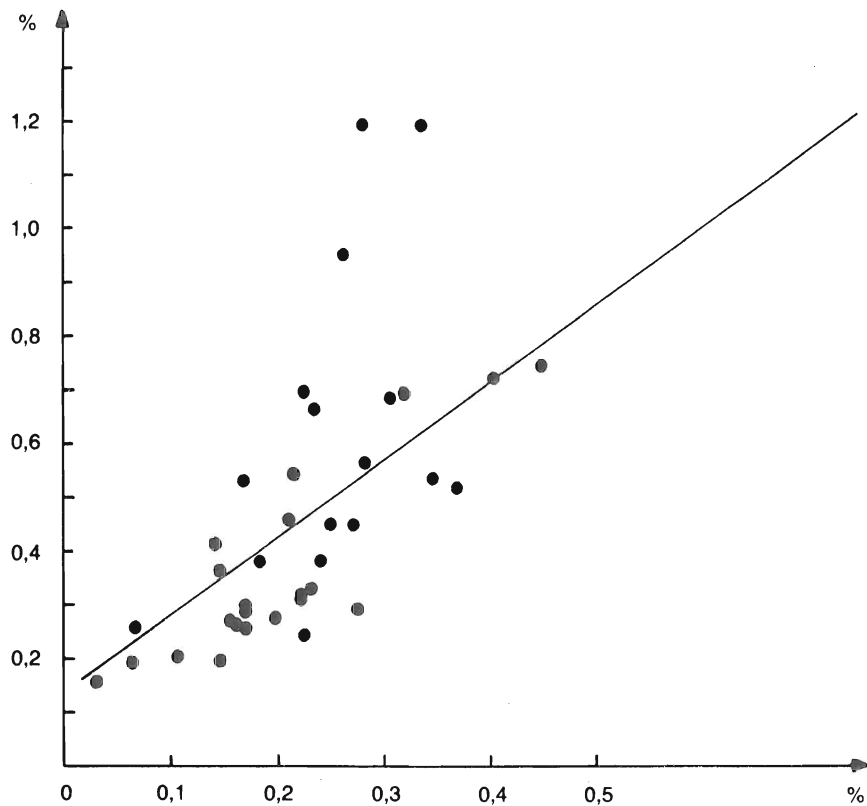
Anm: Utdelningen har på den horisontella axeln beräknats i procent av företagets substansvärde. Den vertikala axeln anger marknadsvärdet i procent av samma substansvärde (q-värdet).

7b. 1971-75



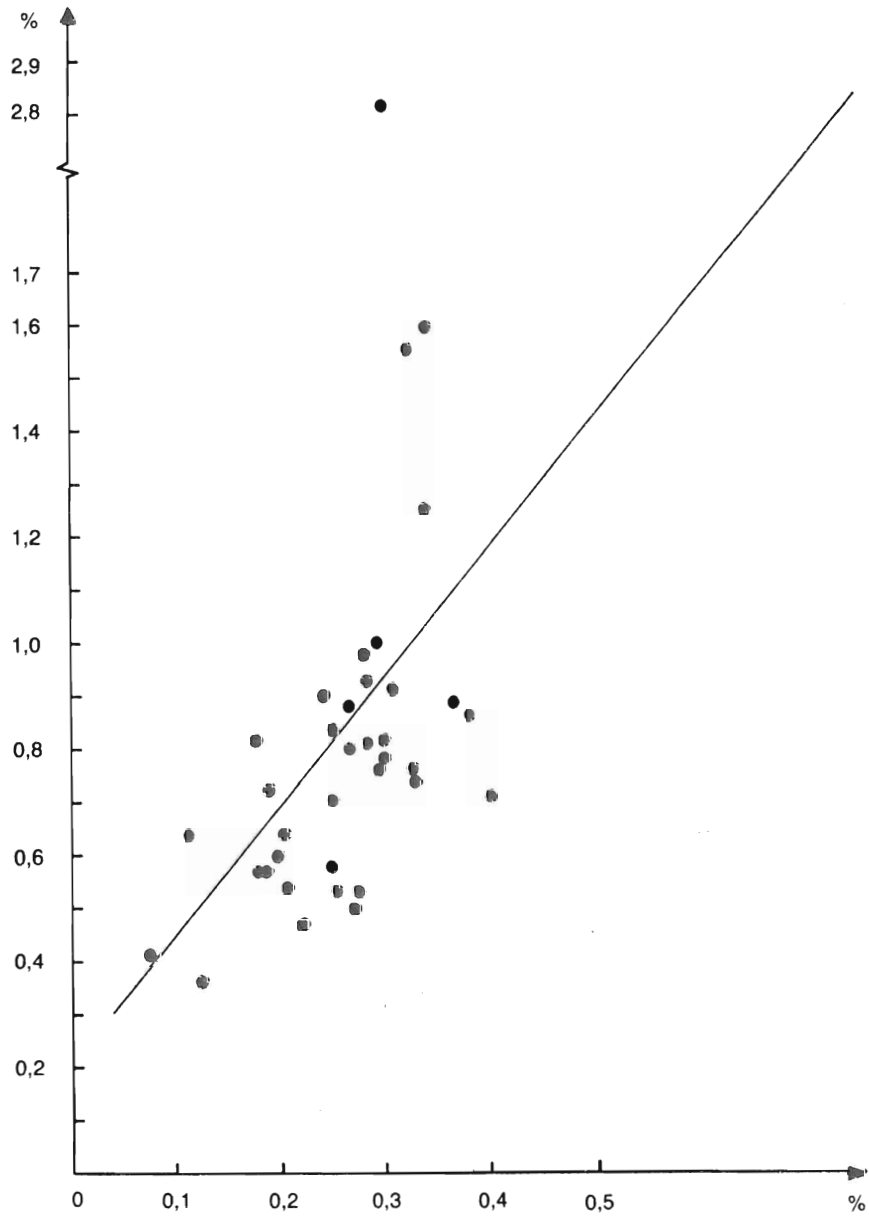
Anm: Utdelningen har på den horisontella axeln beräknats i procent av företagets substansvärde. Den vertikala axeln anger marknadsvärdet i procent av samma substansvärde (q-värdet).

7c. 1976-80



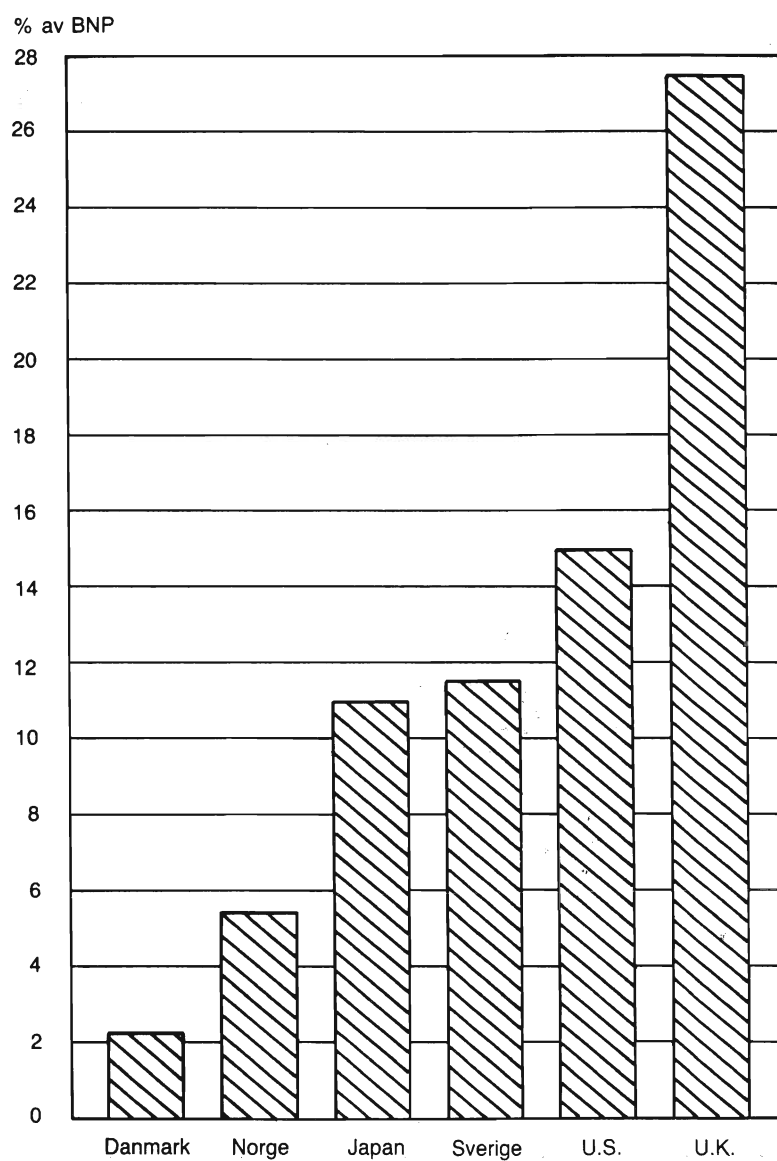
Anm: Utdelningen har på den horisontella axeln beräknats i procent av företagets substansvärde. Den vertikala axeln anger marknadsvärdet i procent av samma substansvärde (q-värdet).

7d. 1981-85



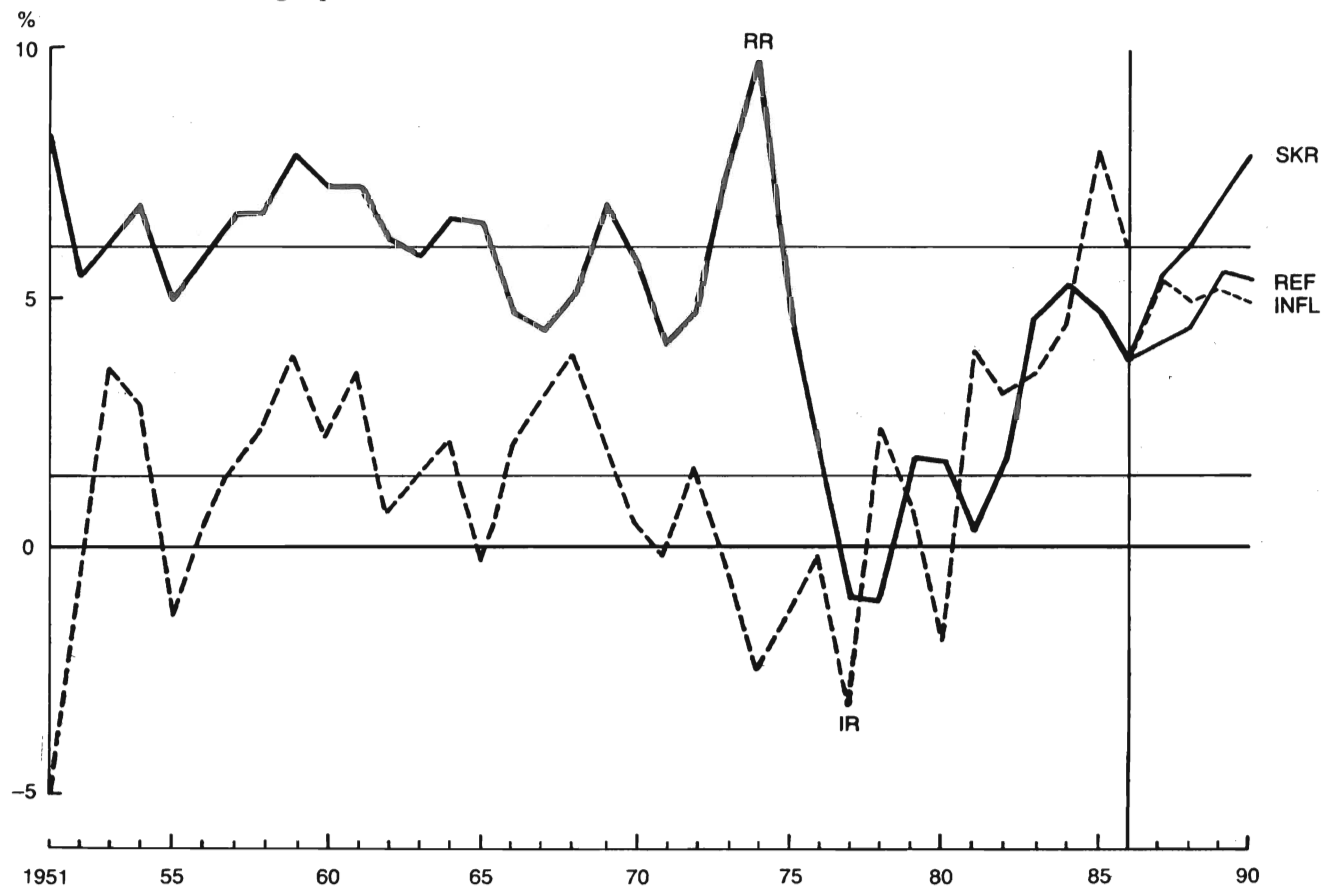
Anm: Utdelningen har på den horisontella axeln beräknats i procent av företagets substansvärde. Den vertikala axeln anger marknadsvärdet i procent av samma substansvärde (q-värdet).

**Figur 8 Börsförlusternas (brutto)andel av 1987 (okt/nov) års BNP i olika länder
Procent**



Källa: Morgan Stanley Capital International.

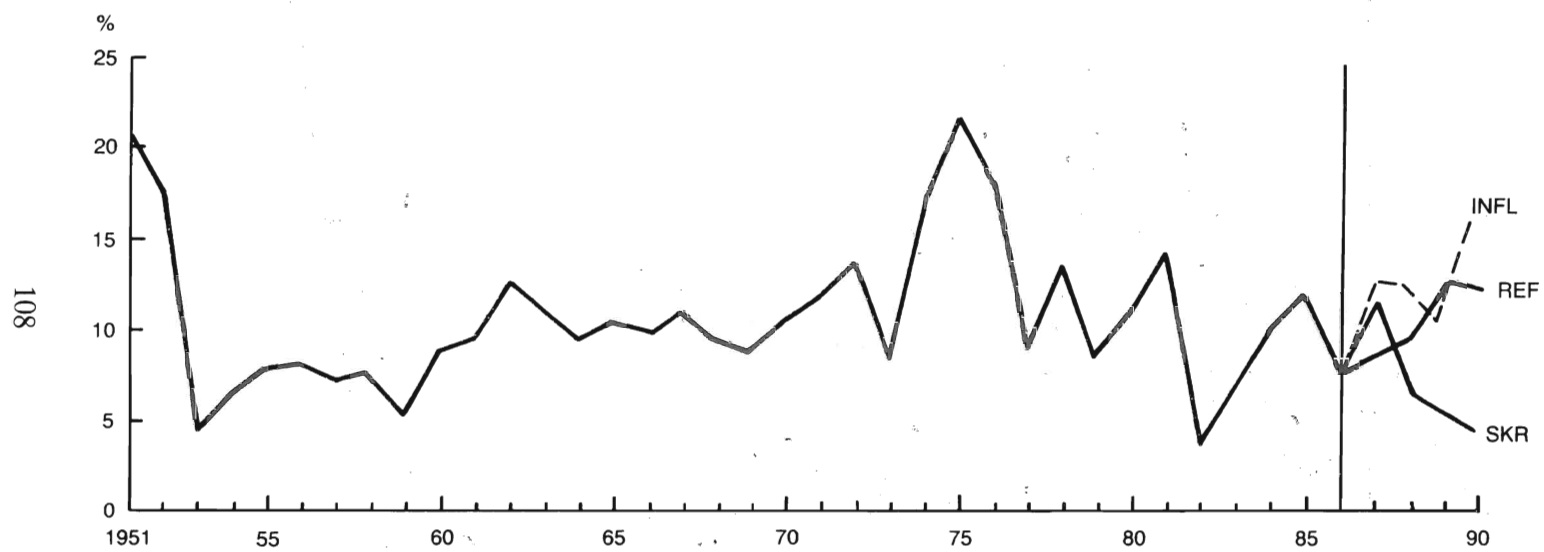
Figur 9a Framskrivning av industrins kapitalförrentning under olika antaganden om lönebildningen på arbetsmarknaden 1951-90



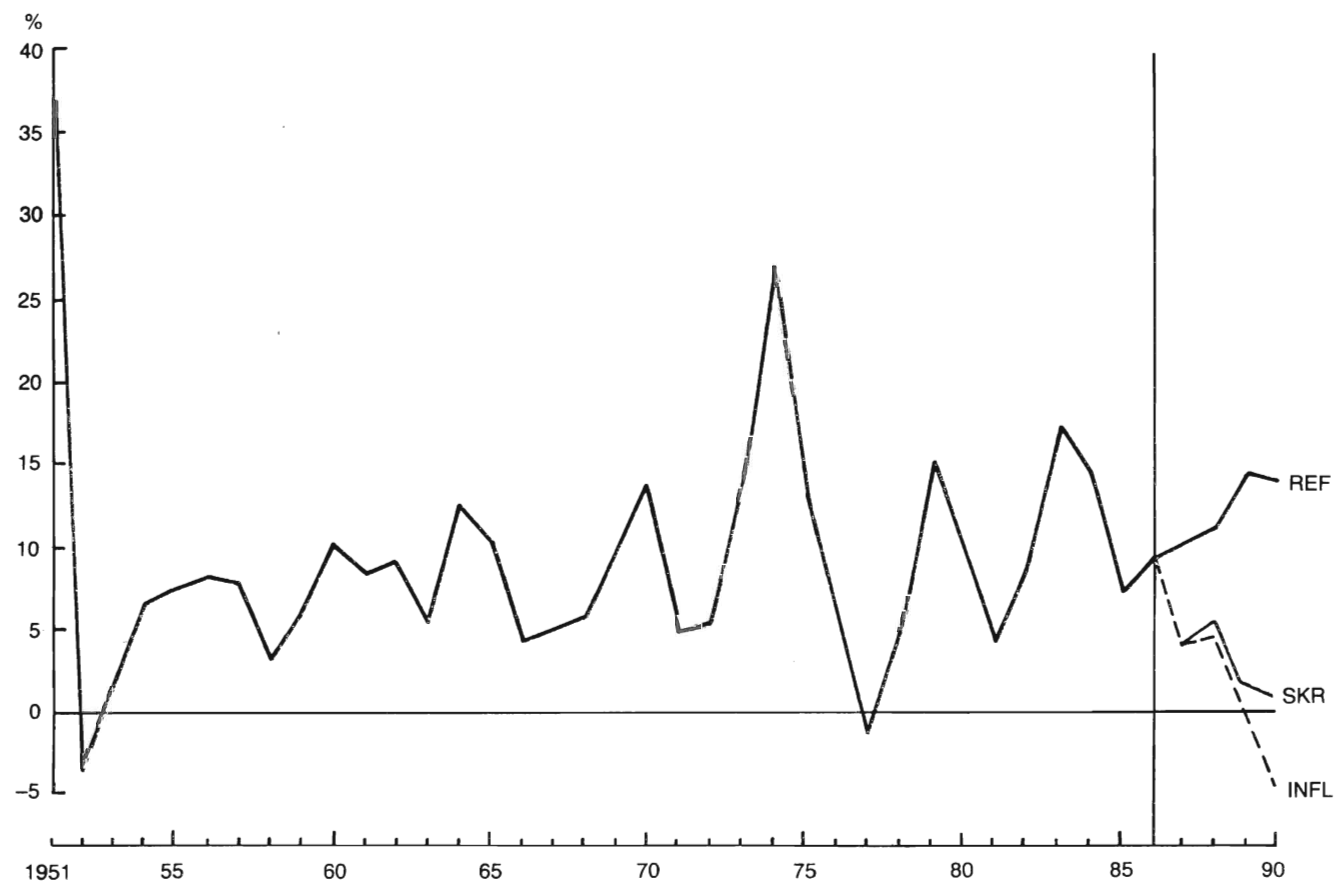
107

Källa: Se figur 3.

Figur 9b Nominella löneökningar i industrin 1951-90



Källa: Eliasson - Hanson - Hartler - Oxelheim (1988).

Figur 9c Produktionstillväxt i industrin 1951-90

Källa: Eliasson – Hanson – Hartler – Oxelheim (1988).

KAPITEL II

Ägare, entreprenörer och kapitalmarknadens organisation

**– en teoretisk presentation och
översikt**

av Gunnar Eliasson

Innehåll

1	Det flytande gränslandet mellan produktion och finansiella aktiviteter – den klassiska teoretiska separationen	115
2	Hur får ägarrollen plats i den ekonomiska teorin? – en introduktion	120
3	Två teorier	130
3.1	Innovatören och entreprenören – finns de?	130
3.2	Företagets kontrakt – en finansiell beslutsorganisation	135
3.3	Den allmänna teorin för innovation och information – den experimentellt organiserade ekonomin	139
4	Ägarnas allmänna organisationskompetens – formell analys	147
5	Teori, empiri och tolkning	166
5.1	Jämvikt på kapitalmarknaden, finns den? – en teoretisk översikt	168
5.1.1	Allmänt om förutfattade meningar i ekonomisk teori	168
5.1.2	Kan rationella förväntningar (REH) förekomma i den experimentellt organiserade ekonomin?	173
5.1.3	Existerar effektiva marknader?	175
5.1.4	Hur förutsebar är entreprenören?	177
5.1.5	Inläring och dynamisk självreglering via marknader	178
5.1.6	Får distinktionen mellan risk och osäkerhet en renässans?	180
5.1.7	Om kompetensen att utveckla kompetens att utöva kompetens	183
5.1.8	Kunskapsbaserad konkurrens begränsar koncentrationen	185
5.1.9	Sammanfattning av informationsanvändningens teknologi i den experimentellt organiserade ekonomin	186

5.2	Empirisk översikt – hur förutsebara är ekonomins innovationer och kvasiräntor?	187
5.2.1	Existerar effektiva marknader i en experimentellt organiserad ekonomi?	189
5.2.2	Bestämmer riskspridningsmotivet marknadernas institutionella organisation?	195
5.2.3	Var finns teorin och empirin om företagens övertagande, samgående och upplösning – stabilitetsproblemet	204
	Litteratur	215
	Figurer	
1	Räntan, kapitalförräntningen, investeringskvoten, produktionstillväxten och inflationen i svensk industri 1850-1986	161
	Tabeller	
1	Den ekonomiska informationshanteringsens fyra former	140

1 Det flytande gränlandet mellan produktion och finansiella aktiviteter – den klassiska teoretiska separationen

Finansiella och reala ekonomiska transaktioner har av tradition hållits isär i ekonomisk teori. I början tog sig denna separation formen av å ena sidan ett studium av reala produktionsaktiviteter inom nationalekonomin, å andra sidan den klassiska analysen av företagets finansieringsproblem inom handelshögskolornas nationalekonomiska institutioner. (De statliga långtidsutredningarna har t ex först under senare år fått en finansiell dimension, och den kan inte sägas vara integrerad med den reala ekonomin.) Inflationen flikar in kilar mellan reala aktiviteter och monetära variabler, något som i alla tider vållat huvudbry inom makroteorin.

Under senare år har innovationernas finansiering kommit i centrum för debatten. Tillväxtproblem i trötta industriländer, ”venturekapitalmarknadens” tillväxt och en kraftfull ”raider- och mergeraktivitet” på aktiemarknaderna i flera industriländer har stimulerat denna uppmärksamhet. Den teoretiska separationen finns dock fortfarande kvar och gör att ekonomiska bedömare står handfallna i sin rådgivning om de reala ekonomiska konsekvenserna av 1987 års globala börskrasch.

Den monetära makroteorin, som sysslar med inflationen och räntans bestämningsfaktorer *över tiden*, en ojämviktsteori, är inte integrerad med finansteorin, som ägnar sin uppmärksamhet åt tillgångsanpassningen vid en tidpunkt, i ett statiskt jämviktstillstånd. Båda tar den underliggande reala ekonomin som given. Samma sak gör den teori som sysslar med reala fenomen, bl a innovationsforskningen. Finansiella fenomen hålls utanför analysen, ett förhållande som gör att ”venturekapitalismens” ekonomi för närvarande helt saknar teoretisk grund; detta trots att Joseph Schumpeter redan 1912 noggrant betonade behovet att integrera teorin om innovationer, entreprenörskap och finansiering. Detta kapitel ifrågasätter om det är vetenskapligt acceptabelt att segmentera den ekonomiska analysen på detta sätt, eftersom alla ekonomisk-politiska beslut av betydelse kräver en helhetssyn för att ett tillförlitligt underlag skall erhållas.

Den som vill resonera om, eller förstå fenomen som ”entreprenörer” eller de realekonomiska effekterna av oordnade förhållanden på finansmarknaderna har således ingen teori med vars hjälp han eller hon kan ordna sina tankar. Icke desto mindre förs politik mot, samt formuleras moral om dessa fenomen. Många skulle därför säga att nationalekonomin saknar en teori för ekonomisk tillväxt, eftersom tillväxt skapas genom den ständigt fortgående interaktionen

mellan reala och finansiella variabler på mikroplanet.

Vad som tillåter att en separation mellan den finansiella och den reala ekonomin kan bibehållas är den statiska traditionen i såväl real som finansiell ekonomisk analys. I statisk jämvikt är separationen möjlig. Läggs dynamiska aspekter på ekonomisk aktivitet är separationen *teoretiskt ohållbar*. Om detta handlar detta teoretiska kapitel.

Företagen som reala producenter förknippas i allmänhet med innovationer och dynamik. Under senare år har utvecklingen av nya finansiella instrument och nya finansiella marknader fått ett närmast revolutionärt förlopp. Vådiga underskott i offentliga budgetar och ländernas externa balanser har tvingat fram nya lösningar på den offentliga sektorns finansiering och en väldig likvidisering av ländernas kreditsystem, något som möjliggjort snabba finansiella operationer på t ex aktiemarknaden och i en skala som ingen kunde ens tänka sig för några år sedan. Att denna utveckling skulle lämna den reala ekonomin oberörd förefaller i dag orimligt.

Industriföretagen har dessutom själva under de senaste decennierna utvecklat en kraftfull finansiell, innovativ aktivitet. Industriföretagens tidigare "osynliga" interna bank-, försäkrings- och portföljförvaltande uppgifter har brutits loss och etablerats som särskilda finansföretag. Separationen (i teorin) mellan det finansiella och det reala har därmed blivit *empiriskt ohållbar*. Om detta har det föregående kapitlet handlat.

Det mellan industriföretagen och de finansiella företagen till synes flytande gränslandet är mycket stort. Det är naturligt att institutionella förändringar och dynamiska aktiviteter i detta gränsland starkt påverkar den makroekonomiska tillväxten, därför att den finansiella verksamheten är ett naturligt inslag i den fysiska produktionen. Frågan om detta är riktigt behandlas i hela denna bok.

En väsentlig del av den institutionella förändringen av gränslandet mellan industri- och finanssektor har åstadkommit av vad som i modern terminologi kallas "avreglering". Skatter, lagar och förordningar som tidigare klavband finansiella transaktioner mellan varuproduktion och finansiering har förändrats, tagits bort eller eliminerats av marknadskrafterna. Marknaderna har med ekonomisk jargong blivit mer perfekta. Det starkaste marknadsinflytandet härrör från den pågående reala och finansiella integrationen mellan industriländerna. Denna internationalisering har tidigare behandlats utförligt i ett flertal IUI-studier. 1987 års börskrasch illustrerar.

Följande tema håller samman kapitlet. Vi kan från ett företags räkenskaper definiera ett vinstmått som utgör skillnaden mellan det av företaget åstadkomna produktionsvärdet och alla i bokföringen påförda kostnader, inklusive en kalkylerad (imputerad) riskfri räntesättning till ägarna. Denna skillnad är normalt ex ante långsik-

tigt positiv, men kan ex post vara både negativ och positiv. Vi definierar ett kontrakt knutet till det kapital som kan göra anspråk på denna residuala vinst/förlust. Vi kallar på traditionellt sätt detta kontrakt "ägarkontraktet". Med definitionen ovan kommer denna residual att utgöra ägarnas ersättning för *finansiell risk* samt *avkastning på den organisatoriska kompetens* eller det kunskapskapital som ägarna bidragit med. Vi bildar oss en föreställning om innehållet i denna kompetens samt hur den residuala vinsten uppstår i olika ekonomiska miljöer. Eftersom nästan all litteratur inom området på ett eller annat sätt är stöpt i den klassiska centralteorins former får denna teori också tjänstgöra som jämförelsenorm. Som alternativ formulerar vi teorin för den s k *experimentellt organiserade ekonomin*, en teori som introduceras i detta kapitel (avsnitt 3).

I de två miljöerna (teorierna) uppträder residualvinsten och "ägarkompetensen" på mycket olika sätt. De ger därför olika utsagor om verkligheten som kan prövas empiriskt. En kritisk fråga kommer härvidlag visa sig vara om residualvinsten uppvisar eller inte uppvisar ett systematiskt beteende som sammanhänger med innovationer och entreprenörskap. Svaret på denna fråga avgör om innovations- och entreprenörforskningen kräver en teoretisk ram som går utöver den klassiska jämviktsanalysen, dvs om (även) analysen av fenomen som företagsövertaganden och venturemarknader kräver en ny teori som går utöver den existerande finansteorin, särskilt den om effektiva marknader. Den alternativa hypotesen är att innovatören och entreprenören med vissa matematiska hjälpmedel kan förvandlas till en traditionell agent i den ekonomiska centralteorin, och den Schumpeterianska (1912) analysen därmed göras obehövlig. Residualvinstens egenskaper kommer då att visa sig bero av den tid som åtgår, de kostnader som krävs samt de vinstmöjligheter som elimineringen av residualräntorna möjliggör. Men om anpassningen sträcker sig bortom politiskt intressant tid, blir traditionell välfärdsanalys meningslös.

Den klassiska jämviktsteorin och den teori för marknadskoordinerade ekonomiska processer som jag kommer att kalla den experimentellt organiserade ekonomin skiljer sig särskilt vad beträffar sina *jämviktsegenskaper på kapitalmarknaden* – en egenskap som därmed blir central för hela analysen. Det visas i detta kapitel att införandet av "tacit knowledge" och "bounded rationality" i jämviktsmodellen i kombination med *fri etableringsrätt* räcker för att ge den samlade ekonomiska aktiviteten karaktären av en experimentell process. En form av fåtalskonkurrens, som vi kallar *teknologisk konkurrens* kännetecknar då marknaderna. För att denna ekonomiska process skall vara stabil och begränsad krävs att de dynamiska anpassningsprocesserna på mikroplanet specificeras. Dessa två modeller – den klassiska och den experimentella – får styra upp den

teoretiska och empiriska översikten i avsnitt 5.

Medan ägaren i den klassiska modellen reduceras till finansiär och i bästa fall till finansiell risktagare, blir ägaren i den experimentellt organiserade ekonomin, särskilt den dominante ägaren, den centrala representanten för "tacit knowledge". Ägaren får karaktären av entreprenör på hög nivå, som bidrar med speciell organisatorisk kompetens. Han eller hon tar den speciella typ av icke försäkringsbara risker som Knight (1921) kallade "osäkerhet" och som han associerade med begreppet företag. Det är entreprenörer på alla nivåer som ger den experimentellt organiserade ekonomin dess särdrag.

Ett vinstmått som representerar jämvikten på kapitalmarknaden definieras i avsnitt 4. Det visas formellt att denna vinst å ena sidan kan tolkas som en ersättning för risktagande och kompetens till entreprenören och ägaren (incitamentfaktorn) och å den andra sidan står i ett direkt samband med skiftfaktorn i produktionsfunktionen. I modellen till den experimentellt organiserade ekonomin har detta vinstmått vissa systematiska egenskaper vilket därmed också skiftfaktorn har. I den klassiska modellen är samma vinstmått hos alla agenter noll, eller uppträder som statistiskt "vitt brus". Detta förhållande kan, om det kan förutsättas gälla, betraktas som en egenkap hos en jämviktsekonomi.

Den teoretiska översikten i avsnitt 5 visar att etablerad teori genomgående utesluter möjligheten av på mikroplanet uppträdande oförutsebara innovationer genom att på olika sätt anta att "tacit knowledge" icke förekommer. Detta a priori antagande tillåter att effektiva marknader eller rationella förväntningar kan byggas in i modellens egenskaper. Genom autoregressiva transformationer på tidsseriedata transformeras vinstvariabeln om, så att den klassiska (statiska) jämviktsmodellens matematik blir tillämpbar. Modeller där så förfars kallas ändå ofta dynamiska. De tolkas dynamiskt i empiriska tillämpningar.¹

Eftersom praktiskt taget all empirisk analys inom finansteorin som jag har gått igenom och refererat till bygger på denna typ av antaganden blir slutsatsen från denna översikt negativ. Om man kan visa att "tacit knowledge" och "bounded rationality" är empiriskt

¹ I termer av den i avsnitt 4 genomförda matematiska analysen innebär detta att de autoregressiva transformationerna gör såväl innovationer som produktionsfunktionens skiftfaktor ex ante exakt prognoserbara (med historiska data för samma variabel) så när som på en statistisk slumpterm.

Omvänt kan vi säga att vi, om de autoregressiva scheman som i teorin om effektiva marknader tillämpas på vinstvariabeln för att ge den de önskvärda statistiska egenskaperna "transformeras tillbaka", får skiftfaktorn i produktionsfunktionen.

klart relevanta egenskaper (vilket görs i avsnitt 3) som i detta sammanhang inte får förutsättas bort, är den existerande teorin och den empiriska litteraturen icke användbar för en empirisk analys av dynamiska fenomen på kapitalmarknaden. För detta behövs den processmodell för den experimentellt organiserade ekonomin som skisseras i avsnitt 3 och som legat till grund för analysen i övriga kapitel.

Mitt problem är alltså inte att jag gått över fel litteratur eller en teori som konstruerats för andra ändamål. Litteraturen gör anspråk på att behandla de dynamiska fenomen jag är intresserad av. Därför måste översikten göras. Samtidigt saknas analyser av den typ jag efterlyser. Därmed får även en positiv sträng tyvärr en negativ klang. Genom att föra in en alternativ, processbaserad, dynamisk modell kan vi dock säga det positiva att problemet är fullt forskningsbart, men svårt.

Detta kapitel har disponerats så att en mycket kompakt översikt av senare års teoretiska strömningar kring innovations- och ägandeproblematiken samt den moderna finansiellitteraturen blivit möjlig. Eftersom en (dynamisk) teori att hålla samman hela problemet saknas, kommer framställningen tyvärr ändå att bli partiell i form av ett antal avsnitt om olika problem ("öar") som därefter byggs samman verbalt. Sammanföringen av alla teman kommer i avsnitt 5 under rubriken *Jämvikt på kapitalmarknaden, finns den?* och då blir det svårt.

Jag har vinklat översikten så att det skall märkas att dynamiken bakom innovationsbeteende och organisatorisk förändring i företagsbildningen ej trängt in i den moderna "teoretiska finansieringslitteraturen". Men samtidigt har jag försökt göra det möjligt att ta ställning i frågan om detta behövs. Om samordningen av teoriområdena ej är nödvändig blir nämligen en väsentlig del av innovationsforskningen och Joseph Schumpeters bidrag till nationalekonomin obehövlige. Finansiellitteraturen och teorin om "effektiva marknader" och "rationella förväntningar" duger då bra som grund för analys av dynamiken bakom den ekonomiska tillväxten – vilket somliga författare underförstår – och som teoretisk grund för en realekonomisk analys av t ex företagssamgåenden.

Framställningen är vetenskapligt teknisk och refererande och på sina håll mycket abstrakt. Men eftersom en betydligt fylligare, populär översikt av samma problematik utan omfattande referensmaterial redan inkluderats i kapitel I, kan den icke särskilt intresserade läsaren nu gå vidare till de specialstudier som följer i del II från och med kapitel III.

2 Hur får ägarrollen plats i den ekonomiska teorin? – en introduktion

Marknadens informationskostnader

Incitament, kontroll och *risk* har länge varit centrala begrepp i ekonomisk analys, särskilt i finanslitteraturen (se McCall 1982). De tre begreppen motsvaras i den analys som skall följa av tre viktiga marknadsaktiviteter: *vinstsökande, dynamisk (teknologisk) konkurrens* och *hantering av osäkerhet*. Problemet har varit att de tre senare begreppen inte utan vidare kunnat beredas plats i den ekonomiska centralteorin utan att de samtidigt urvattnats till sitt ekonomiska innehåll. Den allmänna omformulering av ekonomiskt beteende i informationstermer som länge eftersträvats har försvårats eller omöjliggjorts (se bl a Machina, 1987, om val under osäkerhet). Detta har bland annat inneburit att *innovatören, entreprenören* och *ägaren* som autonoma beslutsfattare och bidragare av teknisk och kommersiell kompetens inte heller kunnat beredas plats som meningsfulla ekonomiska fenomen i den ekonomiska centralteorin. Därför har vi heller ingen användning för dessa begrepp, hävdar Fama (1970, 1976, 1980). På *effektiva marknader*, där priserna alltid speglar all tillgänglig information och där tillgänglig information inte ger underlag för lönsamt arbitrage, klarar marknaden entreprenörens och ägarens uppgifter. Att dominanta ägare finns är bara ett tecken på att marknaden inte är effektiv. Det är därför (underförstått) statsmaktens uppgift att se till att marknaden är effektiv.

Denna typ av analys, i vilken industriell utveckling helt och hållet blir en fråga om hur effektivt marknaderna är organiserade, är absurd invänder Grossman – Stiglitz (1980), eftersom en konkurrensökonomi för att komma i, och hållas i, jämvikt måste ha agenter som söker vinst, som konkurrerar om vinstmöjligheter och som arbetar med att minimera osäkerheten. De gör detta därför att det finns vinster att hämta. Men i jämvikt är alla sådana vinster bortkonkurrerade. Antagandet att alla marknader inklusive marknaden för information alltid är i (traditionell statisk) jämvikt är med andra ord felaktigt, när konkurrens och arbitrage drar resurser (”transaktionskostnader”).¹ Perfekta finansmarknader är i själva verket (Glick – Wihlborg 1986) någonting vi inte vill ha, eftersom incitamenten för innovativ verksamhet då saknas. Detta är för övrigt (Eliasson 1985b, chapter VI) kanske inte ens något problem, eftersom en kapitalmarknad i jämvikt förmodligen inte ens kan existera teoretiskt i en någorlunda realistiskt formulerad dynamisk modell.

¹ Detta formuleras matematiskt i avsnitt 4.

Hur kryptiskt detta resonemang än kan låta (vi återkommer strax med detaljer) är argumentet fundamentalt om vi önskar – vilket är detta kapitelns syfte – ge innovatören, entreprenören och ägaren en chans att visa upp sig i den centrala ekonomiska teorin. Måste teorin formuleras om? Kan dessa agenter representeras på ett sätt som passar den existerande teorin? Eller kan man på någon tredje grund sluta sig till att dessa reella agenter från verkligheten, som Fama hävdar, är teoretiskt tämligen irrelevanta?

Vi har valt denna abstrakta introduktion därför att den teoretiska litteraturen linjerar upp sig efter dessa frågor, och därför att de olika synsätten utövar ett påtagligt och farligt inflytande, inte minst på den ekonomisk-politiska debatten. Av samma skäl är det inte heller teoretiskt hållbart, som i bokens övriga kapitel, att helt sonika utgå ifrån att ägaren är ett realekonomiskt relevant fenomen, därför att han syns och därför existerar. Ägarkompetensen kan ju råka vara just utfallet av det gigantiska lotteri som marknadsekonomin av somliga anses vara. Det räcker med att specificera marknadsmekanismer, eller kanske till och med bara jämviktsvillkoren. I så fall får Fama rätt och Schumpeter har fel.

Det skall visa sig att ett första krav för att ”ägarna” skall släppas in i teorins värld är att *användningen av kunskapskapital, dvs informationtjänstansvändning, blir en dominant produktionsverksamhet* i den ekonomiska teorin. Här räcker det med empirin från föregående kapitel. Vi introducerar därmed som en konsekvens *marknaden för information*, eller informationsanvändning och informationsspridning, som en resurskrävande aktivitet i analysen. De hypoteser som skall ställas mot Famas slutsats är 1) att som en konsekvens kapitalmarknaden, särskilt aktiemarknaden, kommer att bli den viktigaste marknaden för transaktioner i information, 2) att denna marknad ej kan vara en jämviktmarknad i någon traditionell bemärkelse samt 3) att teknisk förändring i informationens användning blir den ultimativa kraften bakom all teknisk utveckling.

Om detta kan visas – det blir en rent deduktiv härledning – måste Famas hypotes förkastas till förmån för mothypotesen, att innovatören, entreprenören och ägaren representerar en systematisk realekonomisk kompetens (drivkraft) i den ekonomiska utvecklingen som inte kan förutses och att denna roll inte kan skiljas från analysen av prisbildningen på finansiella marknader. En följdslutsats blir i så fall att den traditionella, allmänna jämviktsteorin ej duger som analytiskt redskap inom detta problemområde.

Ny analys av klassiskt problem – kort doktrinhistorisk bakgrund

Den klassiska modellen av ett företag som en rationell vinstmaximerande produktionsfunktion i ett (givet) prissystem utsattes under ef-

terkrigstiden för kritik från såväl "beteende"- som "organisationsvetenskaperna". De första (Baumol 1959, Simon 1959, Cyert – March 1963, Williamson 1964, Marris 1968) som alla ifrågasatte vinstmaximeringspostulatet hävdade att maximering var ett beteende som inte överensstämde med observerade fakta, dvs de tumregelsystem som reglerade företagets inre liv. Framför allt var på grund av informationskostnadernas storlek konsistenta totalbeslut för komplexa affärsorganisationer en teoretisk omöjlighet. Förenklade, approximativa och inte särskilt pålitliga informations- och styrsystem användes. För empirisk dokumentation om detta se Eliasson (1976).

Simon (1955a, 1959, 1979) förde tidigt in begreppet "bounded rationality", dvs en förenklad beslutsmodell som begränsade synfältet för beslutsfattarna. Detta beteende var under olika namn sedan länge känt inom psykologin men har under senare år kommit att både accepteras och kritiseras av den traditionella centralteorins förespråkare (Arrow 1982, Radner 1986). Den godtyckliga begränsningen av synfältet som "bounded rationality" innebär gjorde det möjligt att ordna fakta så att beslut blev möjliga. Att besluten har denna karaktär och att detta är nödvändigt för att företaget som organisation skall kunna fortleva står utom allt empiriskt tvivel (Eliasson, 1976). Att begränsat kunnande om såväl omvärld som företagets eget inre liv tvingat till förenklade styrmodeller, har dokumenterats på många håll, liksom att maximeringen, givet det begränsade kunnandet, är den triviala delen av ett beslut. Få förnekar att varje beslutsfattare gör sitt bästa, givet vad han eller hon vet och förmår. Det som är svårt och kräver kompetens är att välja den beslutsmodell som omständigheterna kräver. Det problem som återstår, trots den överväldigande empiriska dokumentationen, är *om national-ekonomisk teori detta till trots måste ta explicit hänsyn till den begränsade rationalitet som Simon förespråkar*.

Ingen av de "nya teorierna" tog dock explicit upp problemet att informationsaktiviteten som sådan (vinstmaximering eller satisfiering) var resurskrävande. Detta medvetande slank in i analysen en helt annan väg, egentligen från Coase (1937) och von Hayek (1935, 1940, 1945), men enligt doktrinhistorien i första hand från Stigler (1961). Transaktionskostnaderna har i ökande grad betonats av Williamson (1964, 1975, 1981). Vad som ännu inte medvetandegjorts i den teoretiska litteraturen är att en föränderlig teknik även påverkar effektiviteten i insamling, sortering, tolkning och användning av information. Detta gör det motiverat att tala om ett allmänt ekonomiskt informationsproblem och en *allmän teori för innovation och information*.

Organisationsvetenskaperna bjöd på ett annorlunda angreppssätt, när de presenterade "företaget" som en samling rationella,

självcentrerade "intressegrupper" som på olika sätt hade en kontrollerande, explicit eller implicit "andel" i verksamheten.¹ Två eller tre intressegrupper ägnades särskilt intresse, nämligen ägarna, högsta ledningen (management) och de anställda. I den klassiska modellen hade ägarna och högsta ledningen sammanfallit i en grupp, den grupp som ägde kapitalet och som tillgodogjorde sig den residuala vinsten, medan de anställda representerade den andra klassiska produktionsfaktorn, arbetsinsatsen, som hyrdes in. I senare års kontrakts- och "principal agent"-analys har högsta ledningen ("principalen") alltmer kommit att betraktas som en anställd, avlönad produktionsfaktor, som i likhet med andra anställda ("agenter") är riskovillig, i motsats till de riskneutrala, eller riskvilliga ägarna, investerarna.

Teoretisk fusionsverksamhet

Beteende- och organisationsteorin har under 70-talet dykt upp i ny skepnad i flera olika försök att rädda den klassiska teorin. "Beteendeskolans kritik" och Simons "bounded rationality" har förenats under rubriken "ofullständig" eller "asymmetriskt" fördelad information inom såväl sökteorin (Diamond 1971, 1984) som kontrakts-teorin (Coase 1937, Alchian – Demsetz 1972, Mortensen 1982a,b) och "principal agent"-teorin (Ross 1973, Radner 1981, 1985). Alla tre ansatserna utgår från ett naturligt tillstånd av asymmetriskt fördelad information och i denna bemärkelse ofullständiga marknader. Utfallsrummet, eller den ekonomiska verkligheten, är givet (exogent) och informationen därmed väldefinierad och inventeringsbar, bortsett från att det kostar att söka rätt på den. Typiskt för denna litteratur är att alla är informerade om det mesta men att det saknas viss marginell information här och där.²

Det finns en teknologi (ett "kontrakt") som reglerar fördelningen av resultatet från bl a sökande efter information. Kontraktet i sin tur påtvingar produktionen en hierarkisk ordning, exempelvis mellan en "principal" (en myndighet, övervakare) och en "agent", som med maximal effektivitet skall utföra ett jobb, vars natur myndigheten endast delvis känner. Den senare "principal agent"-analysen har under senare år börjat integreras med "finans"-teorin. "Agency-cost"-studier (Jensen – Meckling 1976, 1979, Jensen 1983) be-

¹ För en lättillgänglig översikt se artiklar av Lundahl – Skärvad, Hägg samt Ståhl i Westholm (1982).

² Se vidare det klart annorlunda antagandet om ofullständig kunskap som ligger till grund för hypotesen om den experimentellt organiserade ekonomin i avsnitt 3.2.

handlar de kostnader som är förenade med utövandet av kontroll av agenter ("monitoring, bonding").¹ Med flera spelare än en "principal" och en "agent" blir företaget en samling "kontrakt" varmed den gamla intressegruppsteorin från den organisationsteoretiska litteraturen blir en del av kontrakts- och "principal agent"-analysen. Samtliga dessa analyser är jämviktsanalyser, något som det givna, av beteendet opåverkade utfallsrummet garanterar.²

Vad teorin på området sysslar med är bevis för existensen av hierarkiska kontrakt, koalitioner eller företag. Eftersom problemet är statistiskt (tidlöst) formulerat uppstår aldrig frågan *hur* kontrakten, de spontana koalitioner eller företagen uppstår. Den analysen lyser nästan helt med sin frånvaro i teorin. Den är mycket svår. Uppstå-ende av "spontana" kontrakt eller företag skulle i bred bemärkelse kunna tolkas som ett exempel på Schumpeterianskt (1912) entreprenörskap.

Beteendet i såväl "principal agent"- som "kontraktsteorin" är – även om det inte är nödvändigt – formellt vinst- och nyttomaximerande. Ekonomin befolkas av rationella och konsistent agerande aktörer. Denna begränsning lades inte på de ursprungliga beteendensansatserna. "Fusionen" av de tre teoriområdena kompletterar den klassiska, också statiska, portföljvalsteorin, som den på olika vägar utvecklats ur Tobins (1958, 1969) idéer om "liquidity preference towards risk" och portföljformuleringen av det finansiella systemet, Modigliani – Millers (1958) banbrytande analys av kapitalkostnaderna och Hirschleifers (1958) samt Markowitz' (1959) försök att formalisera en generell teori om optimalt beslutsfattande. Ur dessa ansatser härrör bl a Ross (1977) "arbitrage pricing"-teori. Allt detta integrerar sig naturligt med sök-, kontrakts- och "principal agent"-teorierna, eftersom de har den statiska centralteorin som gemensam grund. Problemet är, som Weston (1981, s 11) påpekar, att det saknas en teori att hantera dynamiken på aktiemarknaden (mergers, takeovers etc) som av många anses ha mycket stora realekonomiska effekter, och t o m vara på väg att "reshape corporate America" (se bl a Jensen 1986a,b), ja till och med "Europe" (Business Week, Nov 10, 1986, och May 18, 1987). Detta är samma sak som att hävda att det sökande och den kontraktsteknologi som reglerar dynami-

¹ Detta handlar om en ren driftskostnad (central administration) som i allmänhet redan dragits ifrån den vinstresidual vi kommer att introducera i avsnitt 4.

² Jag inkluderar då inte bara traditionell jämviktsanalys utan även den bredare, på idén om "rational expectations" grundade analys, som enbart förutsätter kända fördelningar. Vid okända, eller delvis okända, ex post fördelningar får vi Knights (1921) icke försäkringsbara osäkerhet och icke jämviktsanalys.

ken på aktiemarknaden inte lämnar det reala utfallsrum, inom vilket sökprocessen skall fortsätta, opåverkat. Om detta är korrekt, duger inte centralteorin för att studera och förstå konsekvenserna av fenomen som innovationer, entreprenörer, dominanta ägare, fusioner etc. Denna modell används dock ändå för att empiriskt studera och resonera om finansmarknadens realekonomiska betydelse. Den intellektuella magiken som gör detta möjligt är i första hand att anta att informationshanteringskostnader är försumbara.

Att dessa frågor angående innovatörens och ägarens roll fram till 70-talets ekonomiska kriser tillåtits falla i glömska kan naturligtvis betraktas som en akademisk fråga. Men om den teoretiska litteraturens resultat att marknaden klarar allt och att innovatören, entreprenören, ägaren och kanske till och med företaget är irrelevanta begrepp för den ekonomiska teori som skall ligga till grund för ekonomisk politik börjar sprida sig till politiska beslutsfattare och lagstiftning – vilket har skett (se Gilson 1984) – kräver problemet en mer allvarig vetenskaplig behandling.

Information kostar, är ojämnt fördelad och betydelsefull

Begränsad eller asymmetriskt fördelad information betraktas som en restriktion vid analys av rationellt beteende. Ett intressant utvecklingsfält är hur optimala strategier och kontrakt skall utformas för att i marknaden eller inom företagen tvinga fram information så att alla agenter blir "så informerade som de kan bli" och att tillgänglig information inte ger incitament till ytterligare arbitrage. Det senare är det allmänna antagandet för existensen av så kallade effektiva marknader (Fama 1970, 1976, s 383). Man brukar skilja mellan olika grad av effektivitet. Vid "svagt" effektiva marknader kan skickliga aktörer tjäna pengar på att effektivt utnyttja såväl offentlig som "insider" information. Vid "halvsvag" effektivitet kan bara "insiders" tjäna pengar på arbitrage. "Starkt" effektivitet innebär att inte ens särskilt privilegierade, som ledningen av företaget, har en informationsfördel.¹ Det har påpekats att detta antagande har släktskap med idén om "rationella förväntningar" i den bemärkelsen att

¹ Modelltekniskt formuleras hypotesen om "svagt effektiva" marknader som en autoregressiv process, t ex random walk modellen ARIMA (0,1,0) eller mer komplicerade processer. Nästa periods observation kan, så när som på en slumpterm, förklaras i termer av historiska observationer på samma variabel. Ofta är de historiska observationernas förklaringsvärde mycket lågt. Vid "halvstarkt" effektivitet inkluderas också "offentlig information" vid förklaringen av nästa observation, eller snarare "common knowledge" ("offentliga modeller"). "Starkt effektiva" marknader inkluderar även "insider" information, dvs "allt".

marknaden snabbt lär sig tyda de signaler som sänds ut av aktörerna. Men denna typ av antaganden är inte acceptabla (Grossman – Stiglitz 1980), eftersom då bättre ("asymmetriskt") informerade agenter inte skulle tjäna något på sin information och därför inte handla i marknaden, varför inte heller några signaler skulle sändas ut. (För att konkurrensen skall se till att affärsmöjligheterna blir utnyttjade måste vinstmöjligheter finnas samt resurser och kompetens att bedriva arbitrage krävas. Så länge detta gäller – vilket då alltid måste gälla – kan marknaderna inte vara effektiva.)

Problemet med ofullständig information, samt frågan hur "lägre nivåer" i företagets hierarki skall tvingas avslöja vad de vet är det klassiska s k "incentive-incompatibility"-problemet från planeringslitteraturen (se t ex Pelikan 1985a, b). Det är uppenbart att problemet om vilken samhällsekonomisk nytta "insider trading" åstadkommer har en naturlig plats i denna diskussion.

Teknisk informationshantering

Antagandet om försumbara kostnader för att i marknaden eller med hjälp av administrativ teknik sprida ojämnt fördelad information och/eller om att kostnaderna är oberoende av hur informations-spridning går till ger analysen särpräglade resultat. Detta blir särskilt tydligt när teknisk informationsanvändning studeras, dvs skapandet av innovationer. Medan innovationsforskningen ägnar hela uppmärksamheten åt problem, kostnader och teknik att *åstadkomma innovationer* (Granstrand 1982, Eliasson – Granstrand 1982), ägnar teoretikern sin uppmärksamhet åt de "färdiga" innovationernas välfärdskonsekvenser. Resultaten förändras helt om antagandena om hur den tekniska informationshanteringen går till ändras. Arrows (1962) slutsats att allmännyttan kan maximeras om innovationsverksamheten centraliseras i offentligt subventionerade labb bygger helt på antagandet att kostnaden för innovationer är oberoende av var innovationsarbetet bedrivs, ett antagande som är klart felaktigt. En rad teoretiska studier har ägnat den optimala kontraktsformen vid s k "innovation races" uppmärksamhet (se t ex Kamien – Schwartz 1976, Mortensen 1982a). Ett givet antal företag antas söka (tävla om att finna) samma "givna upptäckt" genom att satsa på FoU. Loury (1979) har visat att företagen då överinvesterar i FoU. Detta resultat blir dock ointressant om "en för alla given upptäckt" inte kan definieras. Så förhåller det sig i det allmänna fallet när företagen forskar med olika teknik eller är olika informerade om vad man bör söka. Den experimentellt organiserade ekonomins företag (se avsnitt 3.2) upptäcker inte samma Amerika om de ger sig ut på haven.

Ekonomisk parning – kontraktets teknologi

Ekonomisk verksamhet kräver en organisatorisk teknologi. Den organisatoriska teknologin kräver i sin tur incitament. Incitamenten, eller organisationens kontrakt, anger hur produktionen skall bedrivas respektive värdet av produktionen fördelas. Detta gäller oavsett om vi talar om organisation av innovativ verksamhet, produktion eller företagets fusionsverksamhet. Mortensen (1982a,b) studerar kontraktsteknologin vid så kallat "matching" eller "mating games". Hans slutsats är att om kontrakt innebär lika delning av vinsten, kommer agenterna – i motsats till hos Loury (1979) – att underinvestera i sökande efter varandra, därför att den som aktivt sett till att ett kontrakt kommit till stånd (till exempel en företagsgrundare, min tolkning) då blott får samma ersättning som den andra parten.

Låt oss ge Mortensens modell en bred tolkning och betrakta den fusionsverksamhet mellan företag som styrs via aktiemarknaden som resultatet av en sådan "mating process", eller ett "sökande efter partycke". Aktiemarknaden blir då det informationsmedium via vilket parning förmedlas. Mortensens (1982a) analys betonar "ägar-kontraktets" utformning som avgörande för om parningen blir effektiv eller inte. *Kontraktet representerar därför en form av informationsteknologi*. Det krävs avancerat kunnande att utforma ett effektivt kontrakt. Kontraktet avgör hur den "värdestegring" som följer av en framgångsrik parning skall fördelas. Men för att optimala sök- och parningsaktiviteter skall uppstå måste kontraktet alltså definiera en effektiv teknik att söka och pröva kombinationspartner. Men eftersom parets parter ännu ej anar varandras existens, än mindre mötts, kan de två parterna inte komma överens. Mortensen (1982b) föreslår att mellanhänder ("brokers") kan introduceras för att lösa denna paradox. Men eftersom problemets (Mortensens) lösning från början förutsätter att vinsten av varje given parbildning är given samt att sökkostnaden (FoU) är känd, blir handlingsmöjligheterna för de två "giftaslystna" oerhört begränsade. Det krävs en mycket speciell värld för att par överhuvud taget skall bildas, nämligen där tiden inte spelar någon roll, och där kostnaden för parning är känd och identisk för alla kombinationer som uppstår. Därmed finns bara en statisk lösning, om det normala fallet vid affärsbeslut är eliminerat, nämligen att det finns mängder med vinstgivande parningar och att storleken på den slutliga vinsten beror dels av tekniken att träffas, dels av vilka som träffas, dels av hur äktenskapet fortskrider.

När vi diskuterar parningsaktivitet och kontraktsteknologi är det viktigt att skilja mellan parandet av kompetens och risktagande å ena sidan och parning mellan företag (fusioner) å den andra. Nästan all kontraktslitteratur koncentrerar sin uppmärksamhet till det

förstnämnda problemet, som väsentligen handlar om ägarnas (läs risktagarnas) anställningskontrakt när det gäller kompetens (management). Enligt mitt sätt att se blir detta en felaktig vinkling av problemet, som beror av begränsningen hos den teoretiska ram inom vilken företeelsen studeras. Ägaren bidrar med en betydande organisatorisk kompetens när det gäller företagssamgåenden eller omkombinerings. Dominanta ägare deltar ofta aktivt i företagets högnivåbeslut. Framför allt utövas en tungt vägande kompetens vid tillsättning och avsättning av företagets högsta ledning.

Den klassiska teorin för företaget som den formulerats inom ramen för den statiska ekonomiska centralteorin har koncentrerat uppmärksamheten till villkoren för företagets existens som tillverkare av homogena varor i ett givet prissystem. Den utvidgade statiska analysen framhåller *företaget som ett finansiellt koordinerat produktionssystem* (Eliasson 1976, kap XI), ett knippe överenskomelser (ett kontrakt) eller en portfölj av tillgångar. Men viktiga inslag ur verkligheten saknas fortfarande. Det dynamiska problemet *om* och *hur* ett företag spontant uppstår har försummats.

Är kompetensen visionär eller resultatet av en slump?

Den centrala frågan är vad som driver de innovativa aktiviteter som ger upphov till nya organisatoriska lösningar i produktionen. I en fri tolkning av Kirzner (1973) eller Grossman – Stiglitz (1980) – de senare presenterade egentligen bara en matematisk formulering av Kirznerns idé – är det vinsten från den innovation som en ny företagskombination innebär som driver sökandet. I vår speciella formulering ger detta sökande upphov till nya sökteknologier, som måste komma till uttryck i det kontrakt, det par, som etableras.

När detta är sagt, kommer följdfrågan spontant; hur ser den kompetens ut som styr sökandet och utvecklar sökteknologin?

Existerande sökteori (t ex Diamond 1984, Mortensen 1982a,b) är rent probabilistiskt utformad, som ett lotteri med givna vinster och givna dragningskostnader. Någon kompetens krävs inte, inte ens att lägga upp lotteriet. I så fall är det mycket mer tilltalande att omtolka Simons (1955b) ursprungliga observation, att utfallet hos vissa ekonomiska, biologiska eller intellektuella processer har skeva fördelningar som påminner om utfallet från ett lotteri, till att innebära att kompetensen att forma nya spontana affärskombinationer eller hitta på innovationer finns, men att den är slumpmässigt fördelad (se även Eliasson 1976, kap XI) och oberoende av storleken på den organisatoriska miljö i vilken den fungerar. "Kompetensen" kan då definieras som den organisatoriska innovativa förmåga vi redan associerat med "ägarfunktionens utövande". Resultaten (företagens

storlek) får därmed vissa fördelningsegenskaper (se nedan). Denna tolkning är för övrigt mycket i samklang med Simons tidigare och senare författarskap (t ex 1952-53, 1959, 1962 osv) och har stimulerat och fått (indirekt) stöd i en lång rad empiriska studier. Man skulle kunna argumentera för att min tolkning av Simon även var Schumpeters (1912) ursprungliga formulering av den oförutsebara entreprenörsverksamhetens ursprung. Man kan då – som Futia (1980) – formulera en Schumpeteriansk konkurrensmodell, som – även om han inte själv genomför analysen fullt ut – med några enkla grepp kan formuleras om till en stokastiskt formulerad, statisk allmän jämviktsmodell.

Om detta är en realistisk formulering av den Schumpeterianska modellen blir Joseph Schumpeters bidrag blott en mycket tidig stokastisk omformulering i den statiska, allmänna jämviktstraditionens anda. Det är möjligt att detta blir en åtminstone för vissa tillämpningar acceptabel slutsats av detta kapitel, men det är inte en acceptabel a priori utgångspunkt för analys av innovativa och dynamiska marknadsprocesser. Frågan är fortfarande om det finns en systematisk kompetens, som skapas endogen i det ekonomiska systemet, som gör det Schumpeterianska lotteriet ”biased” i sin favör. Läsarna skall observera – om jag får tillåta mig en subjektiv kommentar – att denna formulering innebär en mycket stor a priori respekt för den etablerade teorins förespråkare, och en klar a priori nedvärdering av de människor som bedriver företagverksamhet. Står sig den stokastiska omformuleringen av den allmänna jämviktsteorin, blir det gudabenådade, högre krafter eller politiska makt-havares förmåga att organisera ekonomin, ej företagsledarnas kompetens, som driver den ekonomiska utvecklingen och som förklarar de enorma skillnader i ekonomisk utveckling som har uppstått mellan länder, mellan regioner och företag. Frågan är med andra ord inte alls blott teoretisk.

Denna litteraturöversikt och diskussion har hittills gått ut på att visa att ägaren, innovatören och entreprenören i den tidige Schumpeters (1912) bemärkelse är de agenter som formar de spontana koalitioner av kontrakt som kallas företag. Uppstår denna spontana koalition som ett resultat av en stokastisk sökprocess efter partner, är det mellanhänder (”brokers”, ”mäklare”) som applicerar överlägsen sökterminologi för att para ihop kontraktspartner, eller har vi att göra med en oförutsebar visionär, Schumpeteriansk kompetens att se lösningar, som ingen annan ser?

I det första fallet (”the innovation race”) skapas spontana koalitioner i proportion till hur mycket pengar som pumpas in i sökandet (R&D). I det andra fallet (”parning”) betonas den institutionella organisationen av marknaden. Organisationsformen bestämmer sökkostnaden. Det potentiella utfallsrummet är i bägge fallen givet.

I det tredje fallet betonas den visionära kompetensen, som gör såväl utfall som utfallsrum beroende av hur sökandet – experimenterandet – går till. Den tredje ”teorin” blir mycket annorlunda än de andra (se avsnitt 3.2). Men i alla tre fallen kan den underliggande ekonomiska sökprocessen representeras stokastiskt, liksom den slutliga fördelningen av utfallet, som hos Gibrat (1930, 1931), Simon – Bonini (1958), Ijiri – Simon (1971, 1974) och Engwall (1973) etc. Men förklaringarna och det totalekonomiska produktionsutfallet blir helt olika. I de första fallen leder sökandet så småningom – oavsett var det startar och hur det går till – till samma jämviktsbana. I det tredje fallet blir tillväxtbanan beroende av hur sökandet går till och vilka kompetenser som möts (”historieberoende”). Endast om kompetensen är slumpmässigt fördelad och opåverkad av parningsprocessen i övrigt kan man förvänta sig att alla tre teorierna leder till samma ultimativa tillväxtbana eller jämviktsbana.

Med den formuleringen av detta kapitel och hela denna studies huvudproblem kan vi konstatera att den Schumpeterianskt organiserade ekonomin skall uppvisa (dynamiska) egenskaper som bryter mot, inte bara utgör en modifikation av, den klassiska jämviktsmodellens egenskaper. Det handlar om frågan huruvida jämvikt i klassisk mening överhuvud taget existerar eller om jämviktsbegreppet radikalt skall omformuleras i termer som passar en *processomformulering* av den allmänna jämviktsteorin som gör tillväxtbanan beroende av hur den experimentellt organiserade processen fortgår (se Eliasson 1985b, kap VII). Denna fråga har slutgiltigt endast ett teoretiskt svar, men den kan belysas empiriskt genom att förutsättningar eller prediktioner som bara är förenliga med en av modellerna testas.

3 Två teorier

3.1 Innovatören och entreprenören – finns de?

Den i den industriella organisationsläran klassiske aktören är Schumpeters ”entreprenör”. Entreprenören relegeras av Fama (1980) tillsammans med ”ägaren” till marknaden, där hans tjänster kan köpas i lösvikt. Detta sker på samma eleganta sätt som i Milton Friedmans klassiska historia om den hungrige fysikern, kemisten och ekonomen, som hamnat ensamma med en konserverburk på en öde ö; en effektiv marknad för entreprenörstjänster *antas* existera.

Att empiriskt testa existensen av en effektiv marknad för entreprenörstjänster är ännu svårare än det är för kapitalmarknaden.

Entreprenören och ägaren visar sig vad gäller de ekonomiska konsekvenserna sammanfalla i en person. Bägge härleds ur en informationsbaserad ekonomisk teori. *Om vi kan visa (1) att ägarens och/eller entreprenörens tjänster är reella och efterfrågade samt (2) att effektiva marknader för väldefinierade finansiella kontrakt gällande dessa tjänster icke kan existera på grund av att den "specifika" eller "tysta" kompetens som är entreprenörens kännemärke inte kan kommuniceras i marknaden, har vi också påvisat existensen av en speciell ägar- och entreprenörsfunktion.*

"Bounded rationality" och "tyst kunnande" är de enda modifieringar av den klassiska modellen som behövs för att introducera den "experimentellt organiserade ekonomin". Vi får då en ekonomisk process vars tillväxtbana bestäms av hur processen fortgår. Denna ekonomiska process kan genom marknadernas självreglering vara mycket stabil utan att prognoserbarhet¹ råder. När den experimentellt organiserade ekonomin introducerats kan vi också – se avsnitt 3.3 – visa att *kapitalmarknaden aldrig kan vara i jämvikt*. Men denna för centralteorin mycket störande slutsats har redan börjat anas, på andra grunder, från annat håll (se Eliasson 1985b, Stiglitz 1985).

Ett halvt första bevis

Bevisföringens första led är enkelt. Konkurrerande alternativ är en förutsättning för existensen av en dynamisk marknad. Inför ett utbud av flera konkurrerande alternativ måste ett val ske. Detta val förutsätter kompetens eller kunskap. För att kunna hyra in "entreprenörskunnande" krävs en speciell form av ännu "högre entreprenörskunnande". OK, säger då Fama (1980), även detta kunnande måste gå att hyra in i marknaden. Vi genomför samma resonemang igen. Någon gång måste den envise marknadsentusiasterna ge sig. Antingen måste han acceptera att marknaden inte längre existerar, eller också att det fortfarande krävs en ultimativ, oförklarad kompetens för att kunna välja.² En relevant fråga att ställa är hur "urvattnad" denna kompetens kan bli. Kan marknadens "voice"- och "exit"-funktioner hos ägarna (Hirschman 1970) organiseras så att kompetenskoalitioner formas spontant i marknaden på olika sätt, efter olika behov? Detta är det närmaste vi kan komma en effektiv mark-

¹ I bemärkelsen "rationella förväntningar" (se avsnitt 5.2).

² Denna "infinite regress" finns presenterad på ett elegant sätt i Keynes (1936, Ch 12, Section V). Den påpekades först i ett på vårt problem tillämpligt sammanhang av Winter (1964, 1971). Intressanta diskussioner återfinns i Stiglitz (1985) och i Pelikan (1988).

nad för företagskontrakt (Manne 1965) eller Famas (1980) effektiva marknadslösning och ett tillstånd där koncentrerade ägargrupper ej behövs.

Ett exempel på det senare skulle kunna vara dagens så omdiskuterade "raiders" och "dealmakers". De uppträder som typiska, tillfälliga ägare med "voice" och tvingar med vinsten som incitament fram strukturella förändringar i aktieägarnas och sitt eget intresse. "Raiders" och "dealmakers" kan knappast ha varit fenomen som de som organiserat aktiemarknaderna, bl a den politiska, lagstiftande makten, avsett att skapa. Tvärtom! Det var t ex en allmän uppfattning att om Carl Icahns bud på gamla US Steel (numera USX) hade lyckats (se Business Week (BW), October 20 och 27, 1986) samt lett till uppstyckning av företagen, hade såväl "raiders" och aktieägarnas som samhällets intressen gynnats¹ – ett klassiskt marknadsargument. Det faktum att företaget med hjälp av en av lagstiftaren inte ursprungligen avsedd lagtolkning lyckades förhindra det fientliga övertagandet skall – på grundval av denna bedömning – betraktas som en imperfektion, dvs att aktiemarknaden inte är effektiv.² Likaså skall den lagstiftning mot fientliga "takeovers" som för närvarande diskuteras i USA (se BW, t ex May 18, 1987 och Sept 28, 1987, s 29) på samma grunder tolkas som att imperfektioner planeras bli införda på USAs aktiemarknad, dvs som klara avsteg från ideologin bakom USAs antitrustlagstiftning (jfr här Adams – Brock 1986).

"Raiders", "dealmakers" och "insiders" kan därmed definieras som professionella entreprenörer vars kompetens är att upptäcka imperfektioner i aktiemarknadens värdering av företag och i Kirzners (1973) mening verka för jämvikt genom att ta dominanta ägarpositioner i undervärderade företag. De ökar därmed marknadens effektivitet *dels* genom att sprida information, *dels* genom att åstadkomma förändringar. Undervärderingen behöver ju inte bara – som i det senare fallet – bero på marknadsimperfektioner, utan på att företagets egen organisatoriska lösning ("kontraktet") är ineffektiv och förhindrar produktiva omkombineringar i Schumpeteriansk mening, t ex att USX styckas upp.

¹ Se t ex Jensen (1985, 1986a).

² Se även Business Week (BW), March 4, 1985. Carl Icahn har de facto tagit över TWA (BW, October 27, 1986) och eventuellt haft planer på att stycka upp flygbolaget (BW, March 17, 1987). T Boone Pickens har tagit en betydande position i Boeing, ett av USAs största industriföretag, med motiveringen att företaget – trots den effektiva amerikanska marknadens värdering – är undervärderat (BW, August 10, 1987).

Ägaren och entreprenören sammanfaller med företagsbegreppet

Den kompetens de dominanta ägarna utövar kommer därmed – förutsatt att den är unik (”tacit”) – ultimativt dem själva och alla andra ägare tillgodo i form av en ökad förräntning på det mätbara, insatta kapitalet, sedan alla övriga faktorer erhållit sitt. Man skulle därför kunna säga att överförräntningen (den mätbara) är avkastningen på det kunskapskapital som sätts in högst upp i företaget. Varje anställd i företaget, och särskilt medlemmar av företagets högsta ledning, bör därför, om han eller hon anser sig besitta för företagets framgång stor och viktig kompetens, vara delägare i företaget för att därigenom få full ersättning för sin insats. Ägarfunktionen kan därför få en mycket olika djup definition. Ett ”pilotinnehav” hos högsta ledningen (se t ex Bjuggrens kapitel i denna skrift) skall därför inte enbart tolkas som en signal till marknaden att ledningen tagit på sig en risk, utan även som att ledningen vill ha bra betalt för sin insats av kunskapskapital, som är personspecifik och av typen ”tacit knowledge”.¹

Så mycket sagt har vi introducerat ”ägaren”, särskilt den dominante ägaren (t ex styrelsen), som en allmänt kompetent organisator av kompetenta människor, som får betalt för sin insats i form av residuala vinster/förluster. Ägaren dyker upp på samma argument som entreprenören, vilket är viktigt att komma ihåg för fortsättningen. Poängen är att den ultimativa organisatören definitionsmässigt måste existera som person eller grupp, därför att beslutet hur företaget skall bemannas med människor på något sätt måste fattas.²

¹ För fullständighetens skull bör vi tillägga att detta resonemang förutsätter att de statistiska marginalvillkoren för faktorersättning är uppfyllda inne i företagen. Detta behöver naturligtvis inte vara fallet. Snarare är det sällan fallet i en hierarki, där ”lagproduktion” äger rum. Arbetskraften kan dessutom vara mindre informerad än ledningen (asymmetrisk information. Se Ricart i Costa 1987). Anställd arbetskraft eller anställd ledning kan vara ”riskovillig” och därför välja en låg avkastning på sin kapitalinsats och därmed ge högsta ledningen en i motsvarande mån högre avkastning på sin insats av riskvilligt kapital. (Som vi strax kommer att visa bildas även i marknaden liknande hierarkier (olika marknader/kontraktformer) för att kunna hantera olika smaker för risker.) Alla dessa invändningar kan dock klaras genom att man antar att ”ägarna” får extra avkastning därför att de är informerade, respektive kompetenta att organisera effektiva ”lag” eller hierarkier som slår marknaden, respektive är villiga att ta på sig risker. Invändningen bör sålunda ej komma under denna rubrik utan under frågan vad som skall menas med en kapitalmarknad i jämvikt (se avsnitt 5).

² Om t ex ägaren lyckats anställa en mycket kompetent ledning, som får löner som ligger långt under värdet av deras produktionsbidrag så skapas överskottsvinster. Ägarna får betalt för att de tar på sig den riskovilliga ledningens risk (= risktagande) samt för kompetensen att ha anställt kompetent ledning billigt.

Det vållar naturligtvis problem för teoretiker om innovatörer, entreprenörer och ägare sammanfaller som begrepp och deras ekonomiska funktioner inte klart kan särskiljas från risktagandet. Det är därför naturligt att man inom ekonomisk teori försökt komma ur detta dilemma, bl a för att få behålla den traditionella teoretiska modellen och de välkända matematiska metoderna. Men på samma sätt som rörmokaren inte har något val, när rörmokeritekniken ändras (han måste byta både kunnande och verktyg) så måste ekonomer göra samma sak, när kunskapsläget förskjuts. Orsaken till att vi fått problem med teorin är att vi definierar innovatör, entreprenör och ägare samt risktagare i termer av den residuala vinst de erhåller, när övriga avlönade produktionsfaktorer fått sitt enligt kontraktet. Vi kan inte vetenskapligt tillåta oss att föra in dessa faktorer separat utan att den kompetens (det kunskapskapital) de bidrar med först finns operationellt definierad och representerad i teorin. Men eftersom allt annat kapital redan fått betalt, så har vi ett nytt, ej explicit bokfört kapital att ta hänsyn till. Eftersom vi inte vet hur detta kapital är sammansatt och hur det fungerar, kan vi inte dela upp det på olika kategorier, som innovatörer, ägare etc. Begreppen sammanfaller tills vidare.

Det som kanske är mest förvånande är att riskkapitalet under dessa nya betingelser inte klart kan särskiljas från de övriga kompetensfaktorerna. Det finns oftast inte någon väl definierad marknad för risker, eftersom riskens storlek beror på vilken kompetens som är knuten till affärsverksamheten. Ett antagande att marknaden för risk existerar har kännetecknat finasteorin sedan Modigliani – Miller (1958). Om kunnandet är ”tyst” (tacit) måste innovatörer, entreprenörer och ägare bli risktagare. Kompetensen blir unik, specifik osv för att använda termer som ideligen återkommer i den företagsekonomiska litteraturen. Det finns för närvarande inget hållbart argument, som gör det vetenskapligt acceptabelt att bortse ifrån förekomsten av ”tacit knowledge” och ”bounded rationality” som för den finasteoretiska litteraturen centrala och relevanta fenomen. Tvärtom, när vi i avsnitt 3.3 introducerar den ”experimentellt organiserade ekonomin” blir dessa fenomen de centrala omständigheter man måste ta hänsyn till om man har ambitioner att förstå vad som händer inom affärlivet.

Det sagda visar sig bli samma sak som att ”återintroducera” Knights (1921) distinktion mellan *osäkerhet och kalkylerbar risk* i teorin (se avsnitt 5). Hos Knight existerade företaget för att kunna hantera osäkerhet. Den kalkylerbara, försäkringsbara risken krävde inte företag, bara en marknad. Hos oss ger ”bounded rationality” och ”tacit knowledge” i kombination den osäkerhet som kännetecknar den experimentellt organiserade ekonomin, och som skapas av innovatörer, entreprenörer, ägare och företag.

3.2 Företagets kontrakt – en finansiell beslutsorganisation

Det har blivit traditionellt i den litteratur som bygger på kontraktsteorin att – som Fama (1980) – formellt definiera företaget som en samling kontrakt, varvid ägaren, som tillskjutare av riskvilligt kapital, står för det ultimativa risktagandet och som mottagare av den residuala vinsten/förlusten, sedan alla övriga faktorer betalats kontraktsevenliga löner. Denna definition är helt förenlig med vår koppling av ägar- och entreprenörsbegreppet till ett på visst sätt definierat överskott, med den skillnaden att vi även associerar detta överskott med tillskjutande av kompetens utöver risktagandet. Sättet att se på risk ger innehållet i kontraktsteorins ägarbegrepp. Riskerna är försäkringsbara och marknaden för risk existerar därför i den traditionella finansteorins bemärkelse. Detta gäller även vid given, men asymmetriskt fördelad information som är åtkomlig till en given, statistiskt definierad sökkostnad.

Med detta begränsade synsätt blir företagsägandets uppgifter utöver risktagandet, irrelevanta. Eftersom det finansiella risktagandet sprids effektivast via marknaden kommer individuella ägare (privatpersoner eller institutioner) att sprida sina portföljer över många företag. Detta är en klassisk slutsats från den statiska portföljvalsteorin. Det kommer att finnas så många ägare till varje företag att deras individuella påverkan försvinner. Ägaren till ett företag kan då inte definieras. Aktiemarknaden får karaktären av ett försäkringsbolag och ägarnas koppling till företaget och den fysiska produktionen – företagets klassiska uppgift – finns ej längre. Kontrollfunktionen utövas effektivast av den effektiva marknadens självreglering av tillförseln av kapital. *Problemet med ägande och kontroll reduceras till frågan hur effektiv finansmarknaden är som försäkringsmarknad.* Det är naturligt att denna typ av teori vuxit fram i USA, med dess mycket utvecklade, djupa marknader för olika former av finansiering. I USA har därför frågan om hur effektiv särskilt aktiemarknaden är kommit i centrum för analys och diskussion.

Bilden av ägaren och företaget ändras om risktagandet utsätts för systematisk påverkan av den kompetens ägaren/ägarna bidrar med. Kompetensen kan uttryckas som tyst kunskap ("tacit knowledge") som inte kan kommuniceras till låga kostnader via finansmarknaden. Om icke kommunicerbar kunskap är knuten till en grupp människor som arbetar i eller i direkt anslutning till företaget (ägare och/eller entreprenörer) gäller inte den riskanalys som bygger på asymmetriskt fördelad eller kommunicerbar information. Ägaren/entreprenören som människa får en roll i företagets styrning via sin kompetens. Detta är denna studies ägarbegrepp som nära sammanfaller med entreprenörsbegreppet. Begreppet lokal och svårkom-

municerbar kompetens ("tacit knowledge") blir som redan sagts centralt.

Frågor som om och varför marknaden finns respektive hur den uppstår har sin motsvarighet i frågan om, varför och hur *företaget* spontant uppstår. Om all kompetens kan hyras in på en marknad i form av information, försvinner ägaren och entreprenören samt kanske också företaget ur vår begreppsvärld. Det kontrakt som definierar företaget finns ej, behövs ej. Vi skulle därmed, som Coase (1937) och en lång rad efter honom kunna säga att företaget existerar, därför att marknader är imperfekta och ineffektiva. Eftersom företag uppenbarligen existerar är under våra förutsättningar inte aktiemarknaden effektiv.¹ Frågan behöver inte studeras närmare. Diskussionen börjar nu likna "goddag yxskaft-analys", och det är exakt vad man råkar ut för om man bygger vidare på den litteratur som förutsätter att perfekta marknader för alla faktorer existerar och att alla variationer därutöver kan förklaras som en dragning från ett lotteri. Behövs en ägare, entreprenör – och han behövs alltid som ultimativ organisatorisk kompetens har vi visat i föregående avsnitt – behövs också ett *övergripande (monolitiskt) finansiellt överkontrakt* mellan den kompetens som definierar företagets identitet och andra intressenter i företaget, och som ger befogenheter att välja och koordinera övriga kontrakt ("kompetensen") administrativt, samt fördela vinsten från koordineringen. Därmed är *företaget introducerat och definierat som en finansiell beslutsorganisation* (se Eliasson 1976, 1985a).

Vi kan nu för fortsättningen skilja mellan fyra olika "intressegrupper" med riskengagemang i denna finansiella beslutsorganisation:²

- (1) *Skuldhållare* ("debtholders") som får ersättning i form av ränta för att *vänta*
- (2) *Kompetenshållare* (management, ledning) som får ersättning i form av *lön*
- (3) Ordinarie *aktieägare* (stockholders) som får ersättning i form av utdelningar och kapitalvinster för sitt *riskengagemang*.
- (4) *dominanta aktieägare* som får ersättning för såväl *kompetens* som *risk*.

¹ Vi har för enkelhets skull förutsatt att andra marknader är perfekta.

² Clas Wihlborg har påpekat möjligheten av denna uppdelning för mig.

De dominanta ägarna associeras vanligen med *styrelsen* (the Board) som väljer företagets ledning. Vi visade i föregående avsnitt varför entreprenörer och ägare inte kunde skiljas från risktagare.

Det vanliga "principal agent"-kontraktet mellan ägare och ledning via marknaden klarar inte den sista kategorin (4), som förenar person- eller gruppbounden kompetens och finansiering.

Innehavaren av detta ultimativa kontrakt kommer att samla upp den residuala förräntningen av all övrig kompetens i företaget. Om marknaden, eller de interna administrativa marknaderna (arbetsersättningen), är imperfekt, dvs om ledningen inte betalas fullt ut för sin arbetsinsats, kommer en monopolvinst att tillfalla ägarna i företaget. Det finns därför starka incitament för ledningen i ett välskött företag att ha stora, egna aktieinnehav (pilotinnehav). Om lönesättningen inte är marknadsmässig, vilken den förmodligen aldrig är för kompetent folk (se nedan om asymmetrisk information), är stora pilotinnehav enda sättet för en kompetent ledning att få ordentligt betalt. Ledningen blir då en del av den dominanta ägargruppen och delar med den risktagandet. Man skulle till och med kunna säga att en ledning utan betydande pilotinnehav speglar sin egen uppfattning om sin kompetens att driva företaget ekonomiskt effektivt.

Kontrakts- och "principal agent"-litteraturen inom detta område har haft en tendens att anta att ägarna/investerarna är riskneutrala, medan ledningen liksom de anställda antas vara riskovilliga ("risk averse"). Detta beteendeantagande ger vissa egenskaper hos företagets beteende, bl a utdelningsbeteendet. Vad ovanstående analys understryker är att ett *effektivt företagskontrakt som maximerar kompetensen hos ledningen skall vara utformat så att ägarnas och ledningens vinstintressen och mål sammanfaller*. Detta resultat kan uppnås om ledningen (ofta riskovillig) för att få driva företaget tvingas ta på sig en så stor privat risk att dessa intressen sammanfaller. Men man skulle också kunna hävda att eftersom ledningen binder sitt specifika kunskapskapital till företaget bär den redan en stor personlig risk som inte kan diversifieras på samma sätt som ägarnas finansiella risk. Även om kontraktet bör kräva pilotinnehav av riskovilliga företagsledare så behöver inte innehavet vara betydande för att målkoordinering skall uppnås (se Bjuggrens kapitel).

En intressant fråga som kan ställas i förbigående är om inte den allmänna företagskompetensen skulle höjas väsentligt om även alla övriga anställda tvingades ta gemensamma privata affärsrisker med företaget genom krav på pilotinnehav. Detta är den klassiska lösningen på problemet med "maskning" ("shirking", se Alchian – Demsetz 1972) men även ett sätt att reducera allmän inkompetens i lagarbete, som praktiseras bland professionellt folk med svårdefinierat innehåll på arbetsinsatsen och därmed svårigheter att kontrollera arbetsinsatsens storlek och kvalitet, t ex advokatbyråer (se tex

Gilson 1984 samt Leibowitz – Tollison 1980) och byggarbetslag.

Den logik vi just introducerat gör en uppdelning av företagskontraktet på fyra olika "stakeholders" naturlig. Principerna för deras respektive ersättning gör att problemet med asymmetriskt fördelad kompetens – inte (NB!) information¹ – också naturligt faller på plats. Kompetens, information och riskattityder skall kombineras effektivt. Hur skall kontraktet då utformas? Nästan all litteratur på området handlar om anställningskontrakt, men problemet med att anställa en duglig manager när man inte känner hans kompetens och han vanligtvis är riskovillig (Holmström – Ricart i Costa 1986) låter sig generaliseras till ägarna som skall organisera en kompetent ledning. Inställningen till risk dominerar beslutet och ersättningen för risk avgör ofta fördelningen. Det är viktigt att få en trovärdig signal på duglighet från den ledning som skall rekryteras. Ledningen signalerar genom att ta på sig en del av affärsrisken genom ett pilotinnehav och därmed göra sig själv solidariskt riskneutral med ägarna. Med en betydande del av ledningsgruppens förmögenhet låst i det centrala finansiella kontraktet behöver inte ägarna utvärdera kompetensen. För att ta på sig en stor privat risk vill ledningen å andra sidan ha fria händer att lösa företagets problem, t ex att avskeda anställda och lägga ned företaget. Ledningen liknar då i sin målformulering de dominanta ägarna ("styrelsen"). Den är dessutom mer informerad än ägarna, men framför allt mer informerad än marknaden om sin "kompetens".² Ledningen kan därför i kraft av sin informationsfördel köpa andelar i företaget till ett lägre pris än företaget enligt deras uppfattning är värt, därför att de vet mer om sin egen kompetens.³ Denna kapitalvinst blir då en naturlig del av deras arbetsersättning eller avkastning på deras kunskapskapital. [Huruvida detta resonemang skall kunna tillämpas asymmetriskt, dvs att ledningen och ägarna skall tillåtas sälja andelar i företaget till ett högt pris, därför att marknaden inte vet hur dålig ledningen är, låter jag vara osagt. Så länge ledningen inte har fria händer att genom stängning eller avskedanden lösa företagets problem, bör de förmodligen ha någon slags rätt att komma ur den "bond" som ägarna – i det motsatta fallet – tvingat på dem.]

¹ Information är – jag upprepar för säkerhets skull – den del av kompetensen som kan hyras in som konsulttjänster i marknaden. Jfr Heiner (1983) och Pelikan (1988).

² Jfr Ricart i Costa (1987) om motsvarande problem vid anställningskontrakt.

³ Detta kan även tolkas i termer av CAPM-modellen som en annan syn på β än som är förhärskande på marknaden.

3.3 Den allmänna teorin för innovation och information – den experimentellt organiserade ekonomin

Den fråga som ställs är hur centralt, organisatoriskt kunnande (ägandet) samt innovationer, betraktade som resultat av olika former av informationshantering, bäst skall placeras in i den national-ekonomiska teorin.

Nationalekonomin har traditionellt ägnat stor uppmärksamhet åt "informationsanvändning" vad gäller koordineringen av ekonomiska aktiviteter i fria marknader och planerade ekonomier. Särskilt under senare år har motsvarande koordinering inom företag ("management") uppmärksamats. Vad forskningen allmänt underskattat är storleken på den resursåtgång som krävs för informationshantering i en ekonomi. Därmed har nationalekonomin fått den "hårdvarutradition" som fortfarande förankrar såväl teori som ekonomisk politik i en världsbild som är helt föråldrad.

Karl Marx talade om den obegränsade möjligheten till produktivitetshöjningar som modern industriell organisation av fabrikstillverkningen möjliggjorde, men som begränsades av marknadernas oförmåga att absorbera oändliga mängder fysisk produktion, "stål". (Grunden för dessa produktivitetsskrafter var att kapitalister utrustade sina fabriker med allt fler maskiner, som i sin tur – enligt Marx teori – var ackumulerad människokraft.) Den engelska nationen måste därför – på Marx tid – bli imperialistisk för att kunna avsätta industrins svällande utbud. Detta var Marx tolkning. Någon kunskap eller informationshantering fanns ej med i hans världsbild, och så förblev det i nästan 100 år, trots att John Stuart Mill (1848) gjort industriell kunskap till en huvudpoäng i sin ekonomiska analys (se Abramowitz 1988).

Heterogenitet ger obegränsade affärsmöjligheter

Marx missförstod två förhållanden. Han likställde företaget med en *fabrik* som tillverkade volymer av oförändrade varor och han glömde att *varornas kvalitet* kan förbättras. Därmed missade han tillsammans med nästan alla ekonomer under 100 år det väsentliga i den industriella utvecklingen.

Lägg "kvalitet till produkten" så försvinner marknadsbegränsningarna och obegränsad heterogenitet införs på produktmarknaderna. De obegränsade produktivitetmöjligheterna kan nu ersättas med ett i det närmaste *obegränsat antal oförutsebara, internationella affärsmöjligheter*. Gränserna sätts av *kunnandet*, som är lokalt, företagsanknutet och svårt att kommunicera ("tacit"; Polanyi 1967). Dessa små modifikationer av synsättet förändrar radikalt de grun-

der på vilka ekonomisk teori har formulerats. Men det räcker inte.

Varje land och varje företag jobbar nu med sitt *begränsade (lokala) kunnande* i en liten del av en oändlig mängd av affärsmöjligheter. Vad som helst kan hända. Någon kommer på en idé, en innovation, och etablerar ett kunskapsmonopol till dess något annat företag kommit på något bättre. Teknologisk konkurrens uppstår om den inte förhindras av regleringar och förbud. Oförutsebarhet på mikroplanet råder (Eliasson 1986f).

Genom att införa två nya egenskaper hos den ekonomiska processen, nämligen *dels komplexitet* i form av "tacit knowledge" i kombination med obegränsade affärsmöjligheter och omöjligheten att i en interdependent marknadsekonomi förutse hur alla konkurrenter skall reagera på ens eget agerande, *dels fri, konkurrerande nyetablering* med överlägsen teknologi, så garanteras oförutsebarhet på mikroplanet. Den ekonomiska processen blir *experimentell*.

En första fråga är vad information innebär i en experimentellt organiserad ekonomi, dvs i ett ekonomiskt system som praktiskt taget aldrig befinner sig i ett traditionellt jämviktstillstånd?

Fyra informationsformer

Att information är en dominant produktionsfaktor i den avancerade industriekonomin har redan konstaterats.¹ Egentligen handlar all industriell verksamhet om olika former av kunskapsbaserad informationshantering. Tabell 1 visar vad dessa består av.

Tabell 1 Den ekonomiska informationshanterings fyra former

(1) Affärsmöjligheter	– skapande av ny teknologi – innovationer – entreprenörskap
(2) Koordinering	– konkurrens – management
(3) Filtrering	– nyetablering – nedläggning – rörlighet
(4) Kunskapsuppbyggnad	– utbildning – kunskapsöverföring

¹ Se *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, op cit.

Teknisk informationshantering

I den experimentellt organiserade ekonomin är de internationellt "tillgängliga affärsmöjligheterna" ("business opportunities", "state space") i allt väsentligt obegränsade. Med ett utfallsrum vars innehåll inte kan inventeras blir begreppet information (om innehållet) inte väl definierat. Tillgängligheten beror på företagets lokala teknologiska kompetens samt på hur väl företaget är organiserat för innovativ verksamhet. Den ekonom som närmast förknippas med denna rubrik är Joseph Schumpeter. Den unge Schumpeter (1912) betraktade den innovativa verksamheten – precis som i den experimentellt organiserade ekonomin – som i det närmaste oförutsebar på mikroplanet. Den äldre Schumpeter (1942), som hade observerat tillväxten av gigantiska storföretag med särskilda avdelningar för rutiniserad forskning och teknologisk förnyelse, såg möjligheten att företagen skulle utveckla metoder att med förutsebar, säker framgång förnya sin teknologi (sin lokala kompetens) så att så småningom ett företag skulle dominera på varje marknad. Den äldre Schumpeter kan sägas motsvara den filosofi som i dag ligger till grund för "the management of technology", eller metoder att administrera och effektivt utnyttja teknologin.

Teknisk informationshantering innefattar följaktligen allt från ostrukturerad innovativ verksamhet till rutinmässig förbättring av existerande produkter.

Även management på hög nivå är en form av lokal "företagsteknologi". Tekniken att samordna, omstrukturera och förändra en företagsorganisation bestämmer vad som sedan mäts upp som produktivitetsförändringar. Electrolux har under långa tider ökat sin produktivitet genom intern omstrukturering och omvandling på ett sätt som utomstående – och då särskilt i 70-talets början – hade svårt att förstå. Till en del handlar det om intern specialisering av tillverkningen och utnyttjandet av skalfördelar à la Adam Smith (se också Young 1928 och Leijonhufvud 1985). Till en del handlar det om erövrandet av marknadsdominans och skalfördelar i marknadsföring och distribution. Det är lika mycket teknologi att välja rätt organisation av hela verksamheten som att rusta upp en fabrik med nya, moderna maskiner. Att val av (rätt) organisationsform kräver kompetens illustreras av hur svårt det är för utomstående att förstå kombinatoriken bakom fusionen mellan ASEA och Brown Boveri. Förmodligen vet ännu inte heller ASEAs ledning hur pusslet skall läggas i detalj. Så skall det vara i den experimentellt organiserade ekonomin.

Koordinering

Koordinering är det traditionella uttryck för ekonomisk informationsanvändning som dominerat litteraturen sedan Adam Smith (1776). Om skalfördelar uppnås genom specialisering av produktionen ökar komplexiteten hos samhällets ekonomiska organisation. Desto besvärligare blir därför koordineringen av alla specialiteter. I marknaden sköts koordineringen genom *konkurrens* (prisbildning), i företagen genom olika former av *administration* (management). I marknadsekonomi handlar koordineringsproblemet om att organisera marknaden så att priserna blir pålitliga signaler på vad företagen skall satsa på. Inom företagen ersätts prisbildningen med olika administrativa metoder. Koordinering drar betydande kostnader som egentligen är en del av produktionskostnaderna. De interna, centrala administrativa metodernas effektivitet att koordinera sätter (som redan Coase (1937) påpekade) gränser för företagets förmåga att konkurrera med alternativen i marknaden, dvs att hålla ihop organisationen och därmed även företagets storlek som finansiell organisation.

[Vi kan observera hur kanske till och med hälften av ett modernt storföretags produktionskostnader handlar om olika former av koordinering. Marknadsföring är den tyngsta posten, som i svensk industris storföretag drar ca 30 % av de totala kostnaderna.¹ Det gäller att hitta de rätta kunderna. Central finansiell styrning och kontroll drar ytterligare betydande resurser, vars omfattning vi inte känner exakt. Internt i en modern "fabrik" drar koordineringen ca hälften av de totala kostnaderna. Det handlar om allt från produktionsplanering och förberedelser, övervakning osv till kvalitetskontroll.

Väldiga databaser som beskriver produktionsprocessen ligger till grund för denna interna styrning av företagen, som i vissa delar kommit mycket nära vad som skulle kunna kallas "automation". Kostnaderna för koordinering inom storföretagen är så stora att den teknologiska uppgraderingen av koordineringens teknik börjat bli viktig för företagets framgång och långsiktiga överlevnad (Eliasson 1987a)].

Ekonomisk selektion

Filtrering är en svårfångad form av koordinering. Problemet kan nu formuleras som ett marknadsspel där antalet spelare varierar och beror av spelets gång. Den ekonomiska teorin har haft mycket svårt

¹ Se *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, op cit.

att ta till sig denna typ av spel. De är för svåra att hantera matematiskt och kräver vanligtvis numeriska metoder och simulering som analysinstrument. Den experimentellt organiserade ekonomins affärsmöjligheter utnyttjas inte bara av de existerande företagen. Nya entreprenörer kan på ett oförutsebart sätt dyka upp i konkurrensen. Existerande företag kan knoppa av "start-up enheter", sälja ut eller köpa in kompletterande delar till sin verksamhet osv. Som ett resultat av konkurrensen tvingas företag hela tiden att avveckla delar av, eller hela sin verksamhet (exit).

Filtrering äger rum på alla nivåer, även inne i företagen. Ledningen i ett företag gör ideliga val. Man väljer projekt bland olika alternativ, man väljer ledning för olika aktiviteter, man väljer – inte minst betydelsefullt – organisationsform, informations-, styr- och managementsystem osv. Vid alla dessa val löper man risken att göra två olika typer av fel (se Stiglitz 1985, Pelikan 1987):

- att acceptera ett dåligt projekt
- att förkasta ett bra projekt.

I det första fallet handlar det om direkta kostnader av t ex en ineffektiv lösning. I det andra fallet om en utebliven vinst.

Samhället har alltså ett klart optimeringsproblem att ta ställning till. För att

- *maximera antalet bra lösningar* (framgångar) måste man acceptera ett stort antal dåliga projekt. Därmed följer att optimeringsproblemet innehåller tekniken att
- *minimera antalet överlevande misstag.*

Selektionsproblemet blir ännu klarare manifesterat på den mänskliga nivån där det handlar om att placera rätt person på rätt jobb och att förflytta människor mot de rätta jobben i en karriär. Detta är delvis en fråga om utbildning på jobbet. Filterproblemet handlar om att hålla ordning på människor, så att deras kompetens kommer till sin rätt, ej om kalkyler eller analys. Även "ordningsproblemet" kräver avancerad teknologi.

Teknologin att använda teknologi förändras (kunskapsuppbyggnad)

Kompetens för arbetslivet skapas genom att en varierad arbetserfarenhet tillgodogörs på ett effektivt sätt. Detta – utbildning – är en avancerad form av informationshantering. Om det är så, som vi allt mer börjar lära oss att det *mänskliga kunnandet* bestämmer alla ekonomiska värden, medan ekonomins organisation (regler och institutioner) avgör värdenas fördelning, blir *kunskapsuppbyggnaden* en viktig och resurskrävande administrativ uppgift, en del av produktionen. Om företagens interna utbildningsansträngningar vet vi för

närvarande mycket litet. Studier i USA pekar på att mycket stora resurser satsas på intern företagsutbildning, delvis för att komplettera en bristande kvalitet hos skolornas grundutbildning, delvis för att komplettera med specifik utbildning på jobbet, men huvudsakligen för att ständigt sprida och uppdatera det förgängliga, specifika kunskapskapitalet. Mätbar utbildning drar i vissa amerikanska storföretag kostnader av samma storleksordning som FoU-budgeten.¹ Det handlar om att till berörda anställda förmedla den kunskap som finns runt omkring företaget eller skapas i laboratorier eller som en följd av företagets affärsverksamhet.

Konkurrens under ofullständig information har uppmärksamats under senare år. Därmed koncentreras uppmärksamheten till *hur* information används och produceras. Vad vi dessutom kan konstatera från den ovan förda diskussionen är att det finns en teknologi att hantera information för såväl *koordinering* av ekonomiska aktiviteter som *filtrering, uppgradering av teknologi och kunskapsuppbyggnad*. Denna teknologi gör den tekniska utvecklingen i första ledet oförutsebar ”med hävstång”.

Informationshantering är slutligen en helt dominant produktionsform för teknisk uppgradering, koordinering, filtrering och kunskapsöverföring. Även om alla innovatörer skulle kunna antas uppträda så att statistisk förutsebarhet råder, gäller inte detta längre om entreprenören förorsakar förändringar i den teknologi varmed information kommer till användning i ekonomin.

Teoretisk bakgrund – en sammanfattning

Sammanfattningsvis kan vi alltså säga att teknologisk konkurrens på den experimentellt organiserade ekonomins marknader byggts upp kring följande grundegenskaper hos ekonomins agenter: (1) mycket begränsat kunnande om den totala mängden affärsmöjligheter (”the business opportunity set” eller ”state space”), (2) en möjlighetsmängd som i detta teoretiska sammanhang kan betraktas som oändligt stor (icke uppräknelig, icke inventeringsbar), (3) att kunskaper är lokalt begränsade (”bounded”) samt (4) tysta (”tacit”) och i väsentliga avseenden icke kommunicerbara. Den experimentellt organiserade ekonomin blir därmed historieberoende (”path dependent”). Den tillväxtbana som följs blir helt beroende av vilket kunskapskapital som byggts upp, samt teknisk utveckling i kunskapshanteringen.

Den experimentellt organiserade ekonomin kan alltså sägas vara

¹ Se *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, op cit.

karaktiserad av en speciell form av "asymmetriskt fördelad information". Den traditionella analysen av asymmetriskt fördelad information förutsätter bort förekomsten av (1) "tacit knowledge". Dessutom handlar (2) bristen på information om marginella, kvantifierbara detaljer, som specialister har och icke har. Om alla blev informerade om dessa saknade detaljer skulle marknaden bli starkt effektiv.

I den experimentellt organiserade ekonomin kan denna beskrivning aldrig gälla. För det första är *väsentlig* kunskap "tyst". Den kan inte spridas direkt. Men framför allt gäller att avsaknaden av kunskap eller information för varje individ är i det närmaste total. Varje individ har en lokalt, ytterligt begränsad kunskap om helheten. De lokala kunskapsförråden hos individer och företag överlappar endast marginellt. Värdet av det lokala kunskapsförrådet – dvs kunskapen – kan i ett slag konkurreras bort av innovationer baserade på kunskap någon annanstans. Den totala, på lokal kunskap baserade innovativa verksamheten är vad som driver tillväxten i den experimentellt organiserade ekonomin. Hur mycket av denna verklighet kan vi finna i litteraturen?

Tre teoriområden har introducerats samtidigt, nämligen (1) "*The economics of information*", (2) "*The theory of finance*" och (3) "*The economics of innovation*". De två första har börjat fusioneras. Det tredje har länge levt ett liv i litteraturen praktiskt taget helt isolerat från de övriga två. Denna situation är ohållbar om man önskar teoretisera samtidigt om teknisk utveckling och ekonomisk tillväxt, något som teorin om ekonomisk tillväxt kräver. Låt oss repetera.

Den ekonomiska teorin om informationens användning har sitt ursprung i Adam Smiths (1776) "osynliga hand" och Walras (1874) "auktionär", begrepp som ligger till grund för den moderna allmänna jämviktsteorin. (Debatten mellan Taylor (1929), Lange (1936-37) och von Hayek (1935, 1940, 1945) på 30- och 40-talen om centralplaneringens informationspraktiska möjligheter handlade om detta.)

Information är ett nyckelbegrepp i den moderna sökteorin (Stigler 1961, Diamond 1971, 1984) i kontrakts- och matchingteorin (Mortensen 1982a,b) samt i signal- och filterteorin (Arrow 1973a,b, Spence 1974). Dessa teorier utvecklades inom försäkrings- och arbetsmarknadsteorin (Axell 1985). "Asymmetriskt fördelad" information har blivit ett viktigt forskningsområde, särskilt vad gäller studier av "interna arbetsmarknader". "Principal agent"-problemet (t ex Ross 1973) utvecklades parallellt för styrningen av offentliga monopol; en huvudman ("the principal") ställer krav på operatören ("the agent") utan att vara fullständigt informerad om dennes kapacitet och arbetsuppgifter. Problemet var dock generaliserbart. Det har utvecklats av Radner (1981, 1985 etc) m fl och håller som

nämnts för närvarande snabbt på att invadera "the theory of finance and uncertainty". Därmed förs den allmänna jämviktsteorin närmare teorin för företaget (Marris – Mueller 1980) och transaktionskostnadsanalysen (Williamson 1964, 1975), dvs in på det forskningsområde som denna skrift handlar om.

Den traditionella *finansteorin*, representerad av läroböcker som Donaldson (1961), Gordon (1962), Lerner – Carleton (1966) m fl, ägnade sig åt företagets finansieringspolitik och riskexponering, givet det reala beslutet att investera och växa. Ur denna teori växte den neoklassiska kapitalkostnadsteorin fram (Jorgensen 1963). Med en serie artiklar mot slutet av 50-talet (Modigliani – Miller 1958, Tobin 1958, 1969, Hirschleifer 1958 samt Markowitz 1959; se ovan) etablerades en mottradition inom "finans"-litteraturen, baserad på den statistiska/allmänna jämviktsteorin. Ur denna teori växte "portfölj-teorin" fram under 60- och 70-talen. Denna teori har under senare år visat sig mindre lämplig att hantera dynamiska problem (Weston 1981, s 15 ff, och Scherer 1986), som t ex "the economics of mergers and markets for control".

Allmän konkurrens under ofullständig information mellan ett fåtal aktörer har inom "Schumpeteriansk teori" utvecklats helt isolerat från den traditionella centralteorin. Dynamisk, Schumpeteriansk eller "prestationsbaserad" konkurrens med kvalitet (Schumpeter 1912, Clark 1961, Kirzner 1973; se även Eliasson 1986b) har under senare år dykt upp i utrikeshandelsteorin under rubriken "teknologisk konkurrens" (Krugman 1983, se även Eliasson 1986f). Stör innovationer jämvikten i det ekonomiska systemet (Schumpeter 1912, Fisher 1983), är innovationerna stabiliserande (Kirzner 1973) eller hur kombinerar sig bägge mekanismerna under olika organisation av marknaden (Day – Eliasson 1986, Eliasson 1984b)?

Den sk innovations- och entreprenörsforskningen samt diffusionsforskningen är i sin empiriska form endast ett par tre decennier gammal. De flesta teoretiska rötterna går tillbaka till Schumpeter. I Sverige var Dahmén (1950) och Hägerstrand (1953) pionjärer. Dahmén's och Hägerstrand's studier var också internationellt bland de absolut första empiriska studierna. Modellering och teoretiskt utvecklingsarbete har sedan gjorts av Mansfield (1968), Freeman (1974), Freeman et al (1982), Nelson – Winter (1977, 1982), Sahal (1981) m fl. De teoretiska konsolideringarna av empirin på området har dock ännu låtit vänta på sig (se Granstrand 1982). Intressanta öppningar i samspelet mellan innovationsteorin och finansteorin har dock börjat dyka upp under 80-talet (se Dasgupta – Stiglitz 1980a,b, 1981, Sah – Stiglitz 1986 och Stiglitz 1985a,b). Dessa studier pekar tydligt i samma riktning som denna skrifts budskap, nämligen ett ifrågasättande av finansieringslitteraturens jämviktsanalys. Vår teoretiska analys i denna skrift går ut på att avgränsa den traditionella

finansieringsanalysens användningsområde och peka ut vägar till förbättringar när det gäller hanteringen av dynamiska fenomen.

Steget är dock fortfarande mycket långt till en teori där "informationsteorin" förenas med "innovationsteorin", varigenom ägarna får en chans att dyka upp i den nationalekonomiska centralteorin. De har inget existensberättigande om allt kan lösas i perfekta, fullt – eller så fullt som det är möjligt – informerade effektiva marknader. Full information är bara möjlig i en jämviktsekonomi. Den kan, som hos Arrow (1962) och Hirschleifer (1971), inom den statiska centralteorins ram ses som en lösning på incitamentsproblemet vid innovativ verksamhet. Ägaren går samma teoretiska öde till mötes som innovatören. Han kan planeras och kultiveras i ett centralt finansierat "labb". Den kritiska frågan är om det finns en joker i leken, à la Schumpeters (1912) oförutsebare entreprenör. Jag har hittills inte sett den litteraturen. För att råda bot på problemet att inte rationellt kunna härleda en joker ur teorin, en joker som vi vet existerar, har jag i detta avsnitt infört den experimentellt organiserade ekonomin. Det gäller nu att formellt sluta de två systemen så att entreprenören och ägaren kommer fram. Det visar sig att det andra ledet i beviset sammanfaller med frågan om jämvikt på kapitalmarknaden kan existera. För detta krävs en formell exercis och sedan en verbal slutkläm.

4 Ägarnas allmänna organisationskompetens – formell analys

Den högnivåkompetens vi i föregående avsnitt associerat med "ägarskapet" handlar om kompetensen att organisera människor med kunskap, som i sin tur organiserar människor med produktionsutrustning osv. Företaget kan nu ses som en autonom, finansiell beslutsorganisation definierad av sitt interna informationssystem (Eliasson 1976, kap XI och 1985b, kap 3) eller av den portfölj av tillgångar som beslutsorganisationen kontrollerar. Detta innebär (se Grossman – Hart 1986) att ägande definieras som makten att utöva kontroll. Ägarrollen blir då utövandet av denna makt, varvid resultatet beror av den kompetens som ägaren skjuter till. För att utöva ägarrollen räcker det ibland med en insats av enbart kompetens, ibland med apportegendom i form av en uppfinning (innovatören, entreprenören). Normalt krävs dock även en insats av monetärt riskkapital, vanligen en betydande insats. Om kompetensen är stor och allmänt känd kopplar "biägare", finansierer ofta på. Låt oss sätta analysen på matematik. Jag avser därmed att länka "residual-

vinsten” i företaget till den i föregående avsnitt diskuterade ultimativa kompetensen representerad av ägaren. Jag tänker därefter, resonemangsmässigt, länka samman residualvinsten eller den Schumpeterianska ”kvasiräntan” med teknisk utveckling i form av produktionsfunktionens skiftfaktor.¹

Från och med nu och till kapitlets slut blir texten först matematisk och därefter mycket abstrakt teoretisk. Det handlar om kritik av etablerad analytisk och empirisk metod, samt ett försök att omtolka gjorda empiriska studier i termer av teorin för den experimentellt organiserade ekonomin. *Först* definierar vi (i detta avsnitt) den ersättning som företagens ägare får för risktagande och kompetensinsats. *Därefter* etablerar vi ett samband mellan denna ”överförräntning” på mätbart kapital och produktivitetstillväxten, dvs tillväxten. Företagens överförräntning kommer dels till uttryck som redovisad vinst, dels som utdelningar till aktieägarna, dels – i den tolkning aktiemarknaden ger – som ett nuvärde på företagens aktier.

Direkta mätningar av vinsten och indirekta mätningar av företagens värde är centrala för finansteorin. Men de senare nuvärdemätningarna beror även på hur effektiv (informerad, kompetent) aktiemarknadens aktörer är. Därför blir begreppet effektivitet i aktiemarknadens värderings- och informationsprocesser mycket viktigt för våra möjligheter att etablera en koppling mellan å ena sidan företagens innovativa verksamhet, dess lönsamhet och produktivitetstillväxt och å den andra dess värde i aktiemarknadens ögon. Om det senare handlar avsnitt 5.1.

Under hypotesen om den experimentellt organiserade ekonomin som jag driver har den grundläggande innovativa verksamheten helt andra egenskaper än i den klassiska modellen. Detta gör att jag på grundval av genomgången i avsnitt 5.1 kommer att ifrågasätta hela idén bakom tesen om effektiva marknader, särskilt som pålitliga mätare av vinsterna och det ekonomiska utfallet av den underliggande innovativa processen. Hela avsnittet 5.2 handlar därefter om ett försök att tolka om en väldig empirisk litteratur grundad på och tolkad i termer av den statistiska, klassiska modellen till den begreppsapparat som den experimentellt organiserade ekonomin kräver. Det har varit en nästan omöjlig, helt fascinerande och för den ekonomiska förståelsen mycket nyttig uppgift. Jag hoppas läsaren kan följa mig till kapitlets slut.

De läsare som däremot inte är särskilt intresserade av denna abstrakta materia kan gå vidare till de mycket konkreta specialstudierna i del II (från och med kapitel III). Textens tillfälligt ändrade karaktär markerar vi med en ändrad stil.

¹ Som vi mäter den. Beviset finns i Eliasson (1984a), s 115 ff och (1985b), s 277.

Ett företags produktionsprocess kan fortlöpande beskrivas i form av dess kostnader. Kostnaderna klassificeras och mäts i företagets *kontoplan*.

Kontoplanen anger resursinsatsen i kvantiteter och priser. Vi har arbetsinsats (L), inköp av råvaror och material (I) samt kapitaltjänster (KS) och motsvarande priser $[w, p^I, (r + \rho - \Delta p^K/p^K)p^K]$. r står här för räntan, ρ för avskrivningskoefficienten (räknad på kapitalet $p^K \cdot \bar{K} = K$), K står för kapitalet (fastprisberäknat) samt p^K för priset på investeringsvaror.¹ Om en storhet är uttryckt i fasta priser markeras detta fortsättningsvis med ett streck ovanför variabeln, exempelvis

$$K = p^K \cdot \bar{K}.$$

Kontoplanen, som beskriver företagets verksamhet, kan finfördelas till den detaljnivå som önskas. Låt oss tänka oss följande grovuppdelning av aktiviteter.

- 1 Högsta ledning
- 2 Finans och ekonomi
- 3 Marknad
- 4 Produkter/tillverkning
- 5 Distribution
- 6 Administration

Om vi summerar alla kostnadsposter över dessa fysiska grupper, får vi i princip företagets totalkostnad.

TC = Total kostnad =

$$\sum^6 w \cdot L + \sum^6 p^I \cdot I + \sum^6 \left(r + \rho - \frac{\Delta p^K}{p^K} \right) p^K \cdot \bar{K} \quad (1)$$

Den sistnämnda kapitalkostnadsposten vållar alltid begreppsproblem. Den säger att räntan (r) *plus* avskrivningssatsen (P) *minus* kapitalvinsten och allt gånger kapitalets återanskaffningsvärde ($K = p^K \cdot \bar{K}$) är totala kostnaden per period för de tjänster som kapitalet K har bidragit med. Det är inte oväsentligt för kalkylens innebörd vilken ränta (r) som används. Det är t ex viktigt att komma ihåg, att ersättningen för risktagande inte finns med under TC på annat sätt än att lån med olika risk kan ha olika höga r .

Observera för fortsättningen att TC är uttryckt i löpande priser

$$(w, p^I, \left(r + \rho - \frac{\Delta p^K}{p^K} \right) p^K)$$

som de registreras i marknaden.

¹ $(r + \rho - \Delta p^K/p^K)p^K$ blir då den konventionella definitionen på priset för en enhet "service" från kapitalet (se Jorgenson 1963). Observera att kapitalvinster på grund av inflation på kapitalet K skall dras ifrån kapitalkostnaden.

Denna fysiska flödesbeskrivning från kontoplanen är inte samma sak som företagets *fysiska organisation* beskriven av företagets *organisationsplan*. Flertalet företag strävar dock efter att få en fysisk organisation av sina aktiviteter och en ansvarsfördelning (organisation) som på någon nivå kan översättas ett-till-ett i varandra (en "matris"), samt att alla celler i denna matris matchas av element i kontoplanen.

Företaget producerar en volym varor ($= \bar{S}$), som fångar ett visst pris ($= p^*$) på marknaden. När det totala försäljningsvärdet periodiserats, kommer – om ej perfekt konkurrens råder på alla marknader – de totala intäkterna ($p^* \cdot \bar{S}$) normalt att skilja sig något från de totala kostnaderna.

$$p^* \cdot \bar{S} - TC = \varepsilon \quad (2)$$

ε anger det överskott (eller underskott) i löpande priser som företaget lyckats uppnå *utöver* den ränta (r) som använts i formel (1) och som räknats på allt kapital. Dividerat med K får vi

$$\bar{\varepsilon} = \varepsilon / K \quad (3)$$

som den *högre förräntning* (eller lägre förräntning) av kapitalet som klarats under perioden.

Låt oss nu repetera Famas (1980) resonemang. Ägarkompetensen och entreprenörskapet kan alltid hyras in från marknaden i lösvikt. Effektiva marknader garanterar då ett jämviktspris, dvs när alla inhyrda faktorer ersatts är alla $\varepsilon = 0$. Men vi har redan visat, att vid något stadium saknas en marknad (kunnandet är unikt) eller också krävs kunskap för att välja. Det kunnandet kräver ersättning (vinst), dvs ett *ex ante* $\varepsilon > 0$. Vi kallade detta ultimativa, organisatoriska kunnande för ägar- och entreprenörskompetens. ε är *ex post* ersättningen *dels* för denna kompetensinsats, *dels* för risktagandet på det av ägarna tillskjutna egna kapitalet. Jämvikt på kapitalmarknaden förutsätter att denna ultimativa organisatoriska kompetensinsats är statistiskt förutsebar (kan utföras av löneanställd personal) eller är av relativt liten ("försumbar") betydelse.

Av de fyra olika "stakeholders" som listades i avsnitt 3.2 är långivarna ("debtholders") redan betalda före ε . Om ledningen (kategori 2 i uppställningen) inte bidrar med en egen ägarinsats (pilotinnehav) är den också betald före ε . Därmed blir ε definitionsmässigt betalning *dels* för ren ekonomisk risk utöver den imputerade marknadsräntan (den traditionella tolkningen; se Eriksson – Södersten 1979), *dels* för ägar- och entreprenörskompetens.

Låt oss därför anta att diskussionen med Fama är över och alla uppräknade faktorer har fått sin ersättning på effektiva jämviktsmarknader. Kvar står ägarens, entreprenörens insats, som värderas till ε .¹ Men (NB!) vi talar om en insats av unikt kunnande, som om det är positivt värderat (dvs $\varepsilon > 0$) bör visa sig i form av *produktivitetsoökningar utöver dem som åstadkoms av de uppräknade faktorernas insatser*. Dessa produktivitetsoökningar bör därmed visa sig som "oförklarade" skift i den produktionsfunktion i vilken bara de uppräknade produktionsfaktorerna ingår.

Därmed blir det *för det första* intressant att försöka härleda ett naturligt samband mellan värdet av den ultimativa organisatörens (ägarens/entreprenörens) insats och totalfaktorproduktivitetens (TFPs) förändring.

¹ Kan *ex post* vara < 0 .

Om ett formellt sådant samband kan härledas blir det *för det andra* viktigt att ha något att säga om hur fördelningen av ε ser ut, samt att kunna förklara hur den uppstår. Är den som traditionellt anses (risktolkningen) ett stokastiskt utfall från ett lotteri eller får den vissa systematiska egenskaper, som kan härledas från det ekonomiska systemets organisation?

Denna fråga kan – *för det tredje* – förlängas till frågan hur ex post fördelningen av ε påverkar ex ante fördelningen av ε , och den innovativa aktiviteten. Detta fördelningsproblem berör vi kortfattat sist.

Det är av stor betydelse för det fortsatta sammanhanget *vad vi tror oss kunna säga* om de marknader på vilka ingående prisvariabler bestäms. Är marknaden för uppräknade faktorer i jämvikt, eller finns en ”incidens” till ε ? Vad gäller på finansmarknaderna, vars räntor räknar om alla framtida vinster till nuvärden? Om man kan anta att en fullständigt informerad jämviktmarknad existerar, kan all framtid med hjälp av en marknadsränta (jämviktsräntan) räknas ned till en punkt i nutid. Om ingen jämviktsränta (ingen unik ränta) existerar, finns ”många framtider” att räkna med. Företagens kvantitetsbeslut kommer att påverkas av olika uppfattningar om hur räntan ser ut, och därmed om framtiden. I en dynamisk marknad konfronteras alla dessa uppfattningar om framtiden med varandra. Nya prisdeltningar, inklusive räntefördelningar etableras. Därmed kommer nuvärdesberäkningen att ändras beroende på vem som gör den och allt eftersom tiden går. Vi återkommer till detta.

Det sagda innebär att det blir betydelsefullt hur K värderas. Vi utgår fortsättningsvis från att K fått en *återanskaffningsvärdering* (efter avdrag för ekonomiska avskrivningar). Detta innebär att överförräntningen ε/K blir ett reall uttryck, att r är en nominell ränta samt att $(r - \Delta p^K/p^K)$ är den motsvarande reala räntan i Fishersk mening.¹ Vi gör här anmärkningen att en återanskaffningsvärdering inte är möjlig om kapitalet utsätts för oförutsebar teknisk förändring. Eftersom sådan förändring även tvingar oss att överge idén om en allmänt given diskonteringsats (jämviktsvillkoret) återkommer vi till problemet nedan.

Högsta ledningen i ett företag (grupp (1) i kontoplanen) är intresserad av att företagets ε blir så stort som möjligt. ε mäter företagets framgång. Därmed har vi etablerat en kontakt med kostnadsposterna i företagets kontoplan och företagets *målstruktur*.

Målstruktur (targets)

Företagets målstruktur kan illustreras med hjälp av formlerna (1) och (2) ovan samt ett antal definitioner och bokföringsidentiteter.

Man kan relativt enkelt visa att:

den nominella avkastningen (förräntningen = R^{EN}) på eget kapital är lika med:

- (a) vinstmarginalen (M) gånger kvoten mellan försäljning (S) och totalt arbetande kapital (K)

$$a = \frac{S}{K}$$

¹ Se Eliasson, G, m fl, ”Hur styrs storföretag? En studie av informationshantering och organisation, op cit, s 115 ff.

M måste då uttryckas som kvoten mellan företagets driftöverskott och S.

- (b) *minus* avskrivningsprocenten (ρ) gånger kvoten mellan avskrivningsbart kapital (K) och totalt kapital. För enkelhets skull sätter vi likhets-tecken mellan avskrivningsbart kapital och totalt arbetande kapital.
- (c) *plus* inflations(kapital)vinsten på kapital av typ $(K = \Delta p^K / p^K)$.
- (d) *plus* hävstångseffekten av lån, dvs bidraget till det egna kapitalets för-räntning på grund av att man förräntar sitt totala kapital nominellt bättre än låneräntan ($R^N > r$).

Formellt kan detta skrivas:

$$R^{EN} = \frac{\Delta E}{E} + \theta = M \cdot \alpha - \rho + \frac{\Delta p^K}{p^K} + \underbrace{(R^N - r)}_{\varepsilon} \Phi \quad (4)$$

Detta är den centrala "styrfunktionen" i det företag vi har diskuterat. Ägarna är intresserade av att göra R^{EN} så stor som möjligt. ε reglerar som i IUIs mikro-makromodell (Eliasson 1985b, kap V) in- och utflödet av resurser i företaget, definierat som en finansiell organisation. Kompetensen att sköta företaget kommer till uttryck i förmågan att förränta kapitalet. Denna kompetens visar sig i första hand i "paret" $M \cdot \alpha$. Vinstmarginalen M är sammansatt av priserna för produkter och faktorer, samt arbetsproduktiviteten. α är kapitalets värdeproduktivitet eller kapitalkoefficienten korrigerad för priser.¹

Arbetets och kapitalets produktivitet bestäms i "produktionsfunktionen". Lönsamheten bestäms dessutom av att man väljer rätt kombinationer av produkter och faktorer. Φ är kvoten mellan skulder och eget kapital. Den kvoten påverkar bl a företagets ränta (r) vid ny upplåning. Den förväntade skillnaden ($\varepsilon = R^N - r$) vid nyinvesteringar påverkar sedan företagens benägenhet både att låna och att investera. Företaget är alltså inte längre en produktionsfunktion som verkar i en marknad utan en "kapital-ägare" på marknaden.

Inom varje räkenskapssystem, där vinst- och förlusträkning, balansräkning samt kassaflödesbalans är konsistent definierade, gäller ovanstående formel (4) identiskt. Den säger att den nominella avkastningen på eget kapital (R^{EN}) är lika med tillväxten i värde hos samma egna kapital (E) plus utdelningsprocenten ur det egna kapitalet (θ).

Det kan även visas² att:

$$^1 \alpha = \frac{p^* \cdot \bar{S}}{p^K \cdot \bar{K}}$$

² För härledning se Eliasson (1976, s 284 ff). Observera att om totalt kapital = K får vi (se(4)):

$$R = M \cdot \alpha - \rho \text{ och } R^N = R + \Delta p^K / p^K.$$

Om vi räknar baklänges från (1) och (2) innebär detta att R också kan skrivas:

$$R = \frac{p^* \cdot \bar{S} - w \cdot L - p^I \cdot I - \rho \cdot K}{K}$$

(a) + (b) $\approx R$ [= real förräntning av K], att

(a) + (b) + (c) = R^N

samt att a, b, c och d i varje storföretag motsvaras av interna organisatoriska enheter.

(a) = Styrning av produktionen (driften).

(b) = Kalkylavdelningar. Hur skall fasta kostnader fördelas?

(c) = Skötsel av kapitalportföljen, kapitalvinster etc.

(d) = Finansavdelningen, optimal lånestruktur.

Företagets högsta ledning är intresserad av R^{EN} . Ett företags storlek och tillväxt bestäms normalt av den interna förräntningen av kapitalet R^N och lånekapaciteten uttryckt av Φ (hävstången eller kvoten mellan skulder och eget kapital).

Investeringarna styrs internt av hur R^N förväntas se ut på olika divisioner.

Driften regleras i sin tur oftast av mätvärden på M.

Alla dessa mått kan kalibreras så att de är inbördes konsistenta. De utgör företagets (koncernens) målstruktur.

Divisionsledningen styr ett knippe sammanhängande aktiviteter.

Koncernledningen och divisionsledningarnas olika intressen regleras av en "principal-agent"-relation, ett kontrakt formulerat i termer av ε . Det gäller för i tur och ordning divisionsledning och koncernledning att kunna leverera så mycket "överbliven" (efter "agency costs"; Jensen – Meckling 1976, 1979) ε som möjligt.

De komponenter i divisionens ε som koncernledningen kan påverka är i (4) a via investeringsbeslutet och M via driftskontrollen. Såväl a som M kan i allmänhet definieras parvis ned till produktgruppsnivå.

Med en lämplig taxonomi hos kontoplanen kan vi nu aggregera oss upp till en målbeskrivning för hela företaget, en organisationsbeskrivning (funktioner) och en ansvarsfördelning.

Här skall följa en härledning av sambandet mellan M och ε å ena sidan och arbetsproduktiviteten och totalfaktorproduktiviteten å den andra. ε kommer därvid att tolkas på ett visst sätt, nämligen som ett uttryck för kapitalmarknadens kvasiräntor, dvs som den residuala ersättningen för risktagande samt för entreprenörs- och företagsledarkompetens, ett förhållande som gör jämviktstillståndet alla $\varepsilon=0$ ett icke existerande tillstånd.

Vinst och arbetsproduktivitet

Låt oss titta närmare på en division ε och föra samman alla de kostnads- och intäktsposter som berör just den divisionen. Vi kan då skriva (vi avstår från att med index ange att detta gäller divisionen i):

$$\frac{\bar{\varepsilon}}{\varepsilon} = \frac{p^* \cdot \bar{S} - TC}{K} = \frac{\varepsilon}{K} = \frac{p^* \cdot \bar{S} - w \cdot L - p^I \cdot I}{p^* \cdot \bar{S}} \cdot \frac{p^* \cdot \bar{S}}{K} - \left(r + \rho - \frac{\Delta p^K}{p^K} \right) \quad (5)$$

där K är det kapital som sysselsätts i divisionen.

Vi får:

$$\frac{\varepsilon}{K} = M \cdot \alpha - \left(r + \rho - \frac{\Delta p^K}{p^K} \right)$$

där

$$M = 1 - \frac{w}{p^*} \cdot \frac{1}{\bar{S}/L} - \frac{p^I}{p^*} \cdot \frac{1}{\bar{S}/I} \quad (6)$$

\bar{S}/L är en proxy för arbetsproduktiviteten i företaget.

\bar{S}/I beskriver åtgången av insatsvaror (I) per levererad S.

Denna formel kan lätt utvecklas till flera arbetskategorier och insatsvaror:

$$M = 1 - \sum_j \frac{w_j}{p^*} \cdot \frac{1}{\bar{S}/L_j} - \sum_j \frac{p_j^I}{p^*} \cdot \frac{1}{\bar{S}/I_j} \quad (6B)$$

Divisionens produktionsprocess kan således vid given kapacitet beskrivas av ett knippe faktoråtgångstal (produktivitetstal). Om dessa åtgångstal viktas ihop med faktorns relativpris (till totala produktpriset) får vi vinstmarginalen.

Går man tillräckligt djupt ned i företagets kontoplan kan man ge varje faktorelement en klar och konkret innebörd. Ju mer finfördelad faktoruppdelningen (enligt kontoplanen) är, desto fler möjliga kombinationer kan man tänka sig att åstadkomma "produkten" S med. *Vid givna priser bör man alltså kunna kombinera om åtgångstalen och få högre eller lägre M.* Denna omkombinering förknippas i allmänhet med investeringsverksamheten. Det tar en viss tid innan produktionsresultatet åstadkommit.

Vid varje omklassificering av ingående faktorer sker en förändring i något åtgångstal. Det kan ske spontant genom att man kommer på bättre lösningar av arbetsorganisationen eller – som nämnts – genom investeringar och tekniska förbättringar. Arbetsproduktivitetsens utveckling på divisionsnivå sker genom en kombination av alla tre förändringarna:

- spontana tekniska förändringar (kunskap)
- investeringar
- omorganisation inom en division eller undergrupp (dvs inom \sum_j).

Om vi entydigt kan specificera en produktvolym S, kan vi också från kontoplanen identifiera och kvantifiera produktivitetsförändringar i termer av ovanstående tre kategorier.¹

På faktorsidan uppstår dock problem när det gäller att specificera investeringarnas effekter.

¹ Till exempel en datorskrivares förmåga att trycka ett visst antal rader i minuten i Eliasson (1980, s 258 ff) eller förmågan hos ett kärnkraftverk att producera kWh i Jagrén (1983).

Vinst och totalproduktivitet

Vi har med formel (5) visat att bruttovinstmarginalen egentligen är ett prisjusterat produktivetsmått där alla faktorer utom kapital ingår. Vinstmarginalen uttrycks då i procent av salutillverkningsvärdet S . Tar vi bort alla faktorer utom arbetsinsatsen uttrycks M i procent av förädlingsvärdet, och produktivetsmättet blir arbetsproduktiviteten.

Hur ser nu motsvarande samband mellan vinst och totalproduktivitet ut, dvs när hänsyn även tas till faktorn *kapital*? Totalproduktiviteten definieras konventionellt som:

$$TFP = \frac{Q}{\text{deflaterad TC}}$$

Q står för förädlingsvärdet ($= [p^* \cdot \bar{S} - p^l \cdot I]$, se (5)), deflaterat med något lämpligt prisindex p^Q . På samma sätt deflateras totala kostnaden (TC) med ett prisindex, som vi senare kommer att kalla ζ . Man ger oftast TFP en teknisk tolkning.

Vid vissa relativprisförskjutningar över tiden utvecklas Q och en deflaterad TC parallellt, allt annat lika. TFP förändras med andra ord inte. Vi ser nu att definitionen av prisindexen (p^*, ζ) påverkar storleken på totalproduktivetsförändringen. Här har vi ett inte enbart praktiskt utan även begreppsmässigt problem.

Vi är intresserade av att finna ett formellt samband mellan å ena sidan:

totalproduktivitetens förändring eller

$$DTFP = \frac{\Delta TFP}{TFP}$$

och å den andra:

kapitalets förräntning, eller R^N .

När detta samband klarlagts har ett samband etablerats mellan företagets vinstmål, kostnadskontrollen i företaget via kontoplan och budget, den tekniska utvecklingen mätt med $DTFP$ samt den ekonomiska tillväxten. Detta kontroll- och mätsystem harmonierar med företagsledningars sätt att tänka och mäta (se Eliasson 1976).

Här skall följa en utredning om detta samband samt en matematisk härledning.

Kalla deflaterad TC = X

Totalproduktivitetens förändring blir då:

$$DTFP = DQ - DX$$

Men enligt (1) gäller att:

$$TC = \zeta X = w \cdot L + \left(r + \rho - \frac{\Delta p^K}{p^K} \right) p^K \cdot \bar{K}$$

där ζ är den implicita faktorprisdeflatorn, dvs

$$DTFP = \frac{\Delta Q}{Q} - \left[v_1 \cdot \frac{\Delta L}{L} + v_2 \cdot \frac{\Delta \bar{K}}{\bar{K}} \right]$$

$$\text{där } \sum^2 v_i = 1$$

$$\text{samt } v_1 = \frac{wL}{\zeta X}$$

$$\text{och } v_2 = \frac{(r + \rho - \Delta p^K/p^K) p^K \bar{K}}{\zeta \cdot X}$$

Produktionsförändringen kan uttryckas som:¹

$$\frac{\Delta Q}{Q} = s_1 \cdot \frac{\Delta L}{L} + s_2 \cdot \frac{\Delta K}{K} + s_3 \cdot \frac{\Delta \varepsilon}{\varepsilon}$$

$$\text{där } \sum^3 s_i = 1$$

$$\text{och } s_1 = \frac{wL}{p^Q \cdot Q}$$

$$s_2 = \frac{(r + \rho - \Delta p^K/p^K) p^K \bar{K}}{p^Q \cdot Q}$$

$$s_3 = \frac{\varepsilon}{p^Q \cdot Q}$$

(v_i) och (s_i) är vikterna i de prisindex (ζ , p^Q) med vilka vi deflaterar totalkostnaden i (1) respektive förädlingsvärdet. Observera härvid att ε nu är uttryckt i fasta priser eller i ett visst års priser, dvs ΔQ betyder egentligen $\Delta(p^Q Q)$. Detta år behöver inte nödvändigtvis vara basåret för respektive deflaterer (ζ , p^Q).

Vidare gäller:

$$s_1 = v_1 \cdot \frac{\zeta \cdot X}{p^Q Q}$$

$$s_2 = v_2 \cdot \frac{\zeta \cdot X}{p^Q Q}$$

varav följer att:

$$DTFP = \frac{\Delta Q}{Q} - \frac{\Delta X}{X} = \left[1 - \frac{p^Q Q}{\zeta X} \right] \frac{\Delta Q}{Q} + s_3 \cdot \frac{p^Q Q}{\zeta X} \cdot \frac{\Delta \varepsilon}{\varepsilon} \quad (7)$$

¹ Vi låtsas tills vidare för enkelhets skull att ε alltid $\neq 0$.

Detta kan också skrivas:

$$DTFP = \frac{\Delta Q}{Q} - TFP \cdot \frac{p^Q}{\zeta} \left(s_3 \cdot \frac{\Delta \varepsilon}{\varepsilon} - \frac{\Delta Q}{Q} \right) \quad (7B)$$

Totalproduktivitetsförändringen beror tydligen av hur volymmåttan Q och X beräknas, dvs hur motsvarande deflater (p^Q, ζ) har konstruerats. Produktionsfunktionens skift är i grund och botten ett relativprisfenomen. Det beror *dels* på hur ingående priser (p, p^l, w, r, p^K) mäts, där särskilt priset r blir betydelsefullt, *dels* på hur viktsystemen v_i och s_i i prisindexen väljs. Vi konstaterar ett klart samband mellan ε (kapitalets över- eller underförändring) och totalproduktivitetsförändringen, när ε mäts i ett visst basårs priser. I en värld utan prisförändringar gäller (7) generellt. Om priserna förändras kommer ε i löpande och fasta priser att skiljas åt. Det är ε i löpande priser som entreprenören/ägaren är intresserad av. ε i löpande priser påverkas såväl av *val av aktivitet* (vilka relativa priser som gäller) som av *val av teknologi*, dvs de beslut och den kompetens som *entreprenören/ägaren* representerar. Han *åstadkommer med andra ord skift i produktionsfunktionen som i storlek motsvaras av den ersättning han får i kapitalets överförändring. På detta sätt bidrar entreprenören/ägaren till produktivetsförbättringar och tillväxt. Å andra sidan påverkas värdet av "hans" kompetens av hur den teknologiska konkurrensen påverkar priss fördelningen i ekonomin.* Om priss fördelningen påverkas måste viktsystemet i kvantitetsindexerna, dvs basen för prissystemet i (7), gradvis bytas. Man kan då inte längre klart definiera begreppet totalproduktivitet mellan två perioder.

Den teknologiska konkurrensen konkurrerar med andra ord bort även totalfaktorproduktiviteten, vilket klart anger produktivitets ekonomiska innehåll, och illustrerar den innovativa tekniska utvecklingens benägenhet att förstöra de ekonomiska mätsystemen. Låt oss utveckla detta ytterligare.

Om vi låser vikterna v_i och s_i till något visst gemensamt basår, har vi valt typ av index, och endast förskjutningen i de "reala" faktoråtgångstalen ($\bar{S}/L, \bar{S}/I, \bar{S}/K$) kommer att påverka DTFP. Om basår bytes under perioden tappar vi begreppsmässigt kontrollen över vad DTFP är. Om basår bytes en gång, eller kontinuerligt, kryper relativprisförskjutningen in i begreppet DTFP. Det finns – som lätt kan förstås – en betydande litteratur över indexproblemet i detta sammanhang (se t ex Griliches – Jorgenson 1966 eller Brown – Greenberg 1983).

Två marknadssituationer¹ är nu tänkbara. Endera är alla marknader i ojämvikt, varför en del av de kvasiräntor ε som uppstår är vinstöverföringar till eller från kompetenshållarna. Alternativt är alla andra marknader (Jorgenson–Griliches, 1967, antar detta) i jämvikt, varvid kvasiräntan utgör ren kompensation för ägar- och entreprenörskompetensen. Det är inte utan vidare givet att dessa två fall kan hållas isär ens teoretiskt, eftersom en fullständig uttömning av hela produktionsvärdet endast sker under vissa speciella antaganden (homogenitet) om produktionsfunktionens utseende. En Cobb-Douglas med skalfördelar ger till exempel ett övervärde, som i

¹ I Eliasson (1985b), s 287 ff finns en mer detaljerad diskussion om hur man skall se på bidraget till ε från olika interdependenta marknader.

vår tolkning tillförs ägarkompetensen, och skalfördelar antas inte vara tekniskt betingade utan hänförliga till den ultimativa organisationskompetensen (se Eliasson 1987b).

Vi antar därför för fortsättningen att alla marknader utom kapitalmarknaden är perfekta, samt att företagens ex post över- respektive underförräntning på kapitalmarknaden speglar *dels* utfallet i det affärslotteri de deltar i (affärsrisken), *dels* deras insats av kompetens.¹ Företagen konkurrerar teknologiskt med den kompetens som kommer till uttryck i överförräntningen ε . Så långt skiljer sig inte uppläggningsanalysen särskilt mycket från den typ av konkurrensanalys som under senare år vunnit terräng inom utrikes-handelsteorin (Brander – Spencer 1984, Helpman – Krugman 1985, Eliasson 1987a). Karaktären hos den bakomliggande kompetensen styr sedan upp den tekniska utvecklingen som den visar sig i form av skift i företagets produktionsfunktioner.²

Den allmänna jämviktsmodellen accepterar blott vissa små stokastiska störningar av typen $\varepsilon \neq 0$ (se Fisher 1983). Den Schumpeterianska modellen lever på stora, systematiska $\varepsilon \neq 0$ som drivkrafter bakom ekonomisk tillväxt. *Men* vid vissa fördelningsegenskaper hos ε kan kanske modellen transformeras om så att en godtagbar approximation av jämviktsmodellen erhålls, även om ε har klart systematiska egenskaper (jfr Axell 1985). (I nästa avsnitt kommer därför test på systematiska egenskaper hos ε , som inte tillåter nämnda transformationer, att föreslås). En intressant fråga är hur avkastningen till en ren finansiär skall bestämmas, samt hur utbudskurvan för riskkapital är beroende av affärskompetensen hos såväl placerare som investerare.

Kalkylräntan och jämvikt på kapitalmarknaden

Det viktigaste priset i ägar/produktionsanalysen är tydligen "räntan". Den uppmätta totalproduktivitetens förändring är skild från 0 om och endast om företagets kapitalförräntning (R^N) skiljer sig från den ränta (r) företaget använder i sitt faktorprisindex ζ . Om kalkylräntan i ekvation (1) sätts $r = R^N$ sammanfaller totalkostnad och produktvärde och $\varepsilon \equiv 0$ i (2). Entreprenörs- och ägarkompetensen (kapitalet) har då inget ekonomiskt värde. Ingen risk och ingen teknologisk utveckling föreligger. Alla faktorer får lön. Spararna får jämviktsränta. Det ligger nära till hands att säga att jämvikt föreligger. Problemet är (Eliasson 1985b, kap VII) att detta tillstånd inte verkar existera vare sig i sinnevärlden eller i den abstrakta värld som teorin representerar, därför att incitamenten att organisera den ultimativa koordineringen i ekonomin som företag och jämvikt kräver, och som drar resurser, då saknas.

¹ samt att man därför skulle kunna postulera – men aldrig testa – antagandet att marknaderna för risk och kompetens (aktiemarknaden) också är perfekta. Vi avstår dock ifrån att formulera oss på detta sätt. Det är inte vetenskapligt tillfredsställande, eftersom vi inte har någon operationell definition på begreppet "kompetens".

² Observera också att det "empiriskt" inte spelar någon roll om antagandet om jämvikt på alla marknader är uppfyllt eller ej. Den estimerade produktionsfunktionen bygger ju på data som tolkas på exakt samma sätt.

Låt oss dra resonemanget en gång till och som Joseph Schumpeter *anta* att alla marknader i initialläget befinner sig i Walrasiansk jämvikt, dvs i den jämvikt som nyss visades inte kunna existera. Arbetskraftens löner motsvarar dess marginalproduktivitet. Energitillägget får vad kilowattimmen är värd på marginalen osv. Ingen av dessa "faktorer" kan klaga på sin ersättning. I det tillståndet förändrar sig inte totalproduktiviteten.

Låt oss nu som Schumpeter anta att någon eller några entreprenörer ("företag") kommer på nya lösningar på sina produktionsproblem. De åstadkommer en teknologisk störning som förändrar jämviktstillståndet.

En fördelning av positiva ε uppstår i initialskedet. Rent definitionsmässigt blir

$$\frac{\Delta TFP}{TFP} > 0$$

på grund av den jämviktsstörande innovation som kommit till stånd *utan kostnad* i systemet. Dessa positiva ε sätter en rad ekonomiska krafter i rörelse.

Investeringarna i de direkt berörda företagen påverkas (förmodligen) positivt. Priserna påverkas etc. Ekonomin börjar växa. För vissa företag konkurreras de tillfälliga monopolräntorna bort. Deras ε blir negativa. De slås ut osv. En ökad efterfrågan på sparande kanske höjer räntan osv.¹

Om företaget inte lånar till räntan r utan helt självfinansierar sin verksamhet, får det en avkastning på sitt eget sparande $r_i = R^N$. Så länge $r_i > r$ överallt annorstädes, investerar det med nöje i sin egen verksamhet och produktionen Q växer. Men eftersom $r_i = R^N$ uppmäts ingen totalproduktivitetstillväxt i just det företaget.

Vad beror dessa resultat på? Jo, antingen sätter vi in ett lämpligt spektrum av priser (p, ζ) i formlerna och får fram en positiv förändring av totalproduktiviteten som ett statistiskt fenomen, som vi kan försöka tolka. Nya ε skapas på grund av den kompetens som "entreprenörerna" satte in.

Eller också sätter vi in företagens, eller företagets, faktiska priser och mäter då upp hur mycket deras förräntning avviker från någon vald referensränta (diskonteringsats).

Men poängen är att företagsledningen naturligtvis är intresserad av att få sin egen ($R^N - r$) positiv och så stor som möjligt. Om priserna i marknaden mäts rätt kommer man också att finna att företagsledningen i detta företag bidrar till att öka totalfaktorproduktiviteten. Den tanken formulerades redan av Adam Smith (1776).

Om ett stort antal företag konkurrerar teknologiskt med varandra hålls (Eliasson 1987a) alla temporära monopolräntor ε under kontroll, liksom (NB!) också den uppmätta tekniska utvecklingen. Förutsättningen härför är att det finns *ex ante* incitament (*ex ante* $\varepsilon > 0$) att konkurrera teknologiskt. Vi har visat att ett "existensproblem" uppstår när konkurrensen tenderar att eliminera alla $\varepsilon_i \rightarrow 0$. Detta tillstånd sammanfaller med att *ex ante* och *ex post* ε elimineras, dvs att alla industriella planer realiserar exakt som

¹ Denna beskrivning ger en översiktsbild av hur IUIs mikro-makromodell fungerar. Den stora skillnaden är att det är praktiskt taget omöjligt att försätta denna modellekonomi i det initialtillstånd av jämvikt som Joseph Schumpeter utgick ifrån i sin diskussion, och som vi av pedagogiska skäl använt ovan.

planerats, vilket är omöjligt i den experimentellt organiserade ekonomin. Incitamenten att skapa nya ε faller, som vi påpekat, bort och transaktionskostnaden för att skapa nya innovationer blir noll samtidigt som inga möjligheter att skapa nya, ekonomiska innovationer existerar. Detta är återigen ett orimligt tillstånd i den experimentellt organiserade ekonomin.

Räntan har också betydelse för hur produktionen mäts upp. Detta kan vi illustrera med hjälp av data från 70-talets höga räntor, som ofta kastat om relationen (R^N, r) .

Låt oss anta att företaget "kortsiktigt" alltid uppnår en konstant extra förräntning, $\varepsilon/K > 0$, på sin verksamhet. Då gäller formel (7), men sista termen = 0 och vi får

$$D\text{TFP} = \left[1 - \frac{p^Q Q}{\zeta X} \right] \frac{\Delta Q}{Q}. \quad (7C)$$

Totalproduktiviteten kommer att växa aningen långsammare än produktionen. Hur mycket långsammare beror på hur prisindex (p^Q, ζ) konstrueras, dvs i praktiken vilket värde som sätts på s_3 . Om $s_3 = 0$ blir $D\text{TFP} = 0$.

Vad innebär nu denna exercis för tolkningen av figur 1? Vi ser där att (R^N, r) eller motsvarande reala skillnad (identisk), eller ε/K praktiskt taget alla år varit positiv men liten i medeltal alla år fram till omkring 1950, därefter stor i början, sedan sjunkande fram till våra dagar. Formel (7) gäller. Totalproduktivitetsökning som vi mäter den var också positiv ända fram till 70-talet för att sedan nästan försvinna samtidigt med att kapitalförräntningen utöver räntan krympte till små värden.

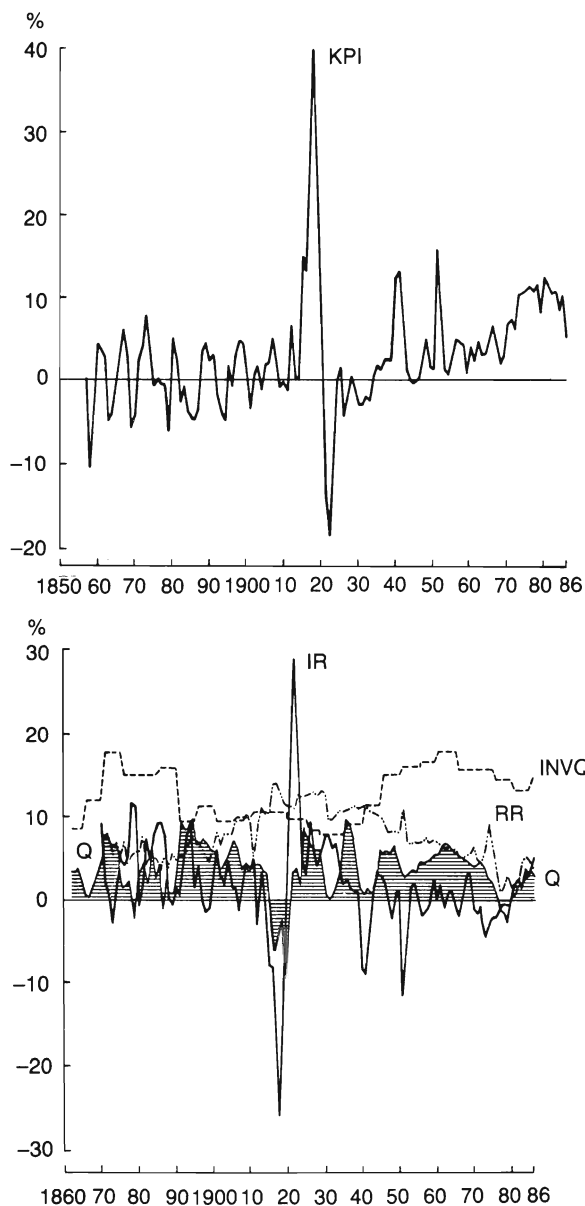
Det är med andra ord svensk industris oförmåga att i medeltal upprätthålla en real förräntning av sitt totala kapital utöver en referensnivå, numera satt av den internationella konkurrensen för kapitalresurser (den reala, internationella låneräntan), som utgör det fundamentala produktivetsproblemet i svensk industri. Det är klart intressant att konstatera att kapitalförräntningen under 70-talet översteg samma reala låneränta, om vi lyfter ut de i produktionstermer krympande krisföretagen ur det aggregerade lönsamhetsmättet (se Örtengrens kapitel IV).

Tid, diskonterings-sats och produktionseffektivitet

Ett kapitalobjekts värde beror av (1) den förväntade framtida intäktströmmen, (2) en uppskattning av dess osäkerhet samt (3) investerarens tidspreferens. (2) och (3) bestämmer den *diskonterings-sats* (=i) varmed framtida intäkter räknas ned till nutid. Alla tre komponenterna i nuvärdes-kalkylen är individuella, vilket innebär att varje kapitalobjekt kan få ett otal nuvärdesuppskattningar. Om perfekta kapitalmarknader existerar kan den individuella investeraren reglera sitt personliga kassaflöde så att hans riskfria diskonterings-sats blir marknadsräntan. Modigliani – Miller (1957) skapade revolution inom finansteorin när de visade, att vid (*antagna*) perfekta kapitalmarknader samt marknader för risker (dvs alla $\varepsilon=0$)¹ företags (nu)värde blir oberoende av skuldsättningsgraden.

¹ samt inga skatter.

Figur 1 Räntan, kapitalförändringen, investeringskvoten, produktionstillväxten och inflationen i svensk industri 1860–1986



Inflationen (konsumentprisindex KPI), investeringskvot i industrin (INVQ), real avkastning på totalt arbetande kapital (RR), med konsumentprisindex deflaterad låneränta (IR) samt produktionens förändring, 5 års glidande medelvärde (Q).

Anm: Investeringskvoten definieras som kvoten mellan investeringsvärdet och förädlingsvärdet.

Källa: Uppdaterat och kompletterat diagram 2B, s 80 i Dahmén-Eliasson (red) *Industriell utveckling i Sverige. Teori och verklighet under ett sekel*, IUI, Stockholm 1980.

Låt oss illustrera detta matematiskt. In- och utgående betalningar för ett investeringsprojekt eller ett företag under hela dess livstid kan uttryckas i ett samlat nuvärde som:

$$V = \int_0^{\infty} [p \cdot Q - w \cdot L - \left[\rho - \frac{\Delta p^*}{p^*} \right] K - r \cdot D] e^{-it} dt \quad (8)$$

V = nuvärdet av överskott mellan starttidpunkt (= 0) och skrotningstillfälle någon gång i oändligheten

p = slutproduktens pris

Q = kvantiteten producerade varor

w = lönekostnaden

L = arbetsinsatsen

r = kalkylräntan i företaget

ρ = avskrivningsfaktorn

K = återanskaffningsvärderat kapital som använts i produktionen

D = skulder

p^* = priset på K

NW = K - D

$\left[r + \rho - \frac{\Delta p^*}{p^*} \right]$ kan ses som ett uttryck för hyreskostnaden (leasingavgiften) för K.

Detta är en traditionell formulering. Inom parentes står den nettovinst som kan delas ut eller plöjas tillbaka i företaget. Om den divideras med NW får vi avkastningen på totalt arbetade kapital. Observera att $\Delta p^*/p^*$ utgör priset förändringen på kapitalinsatsen, en form av kapitalvinst, som om den är positiv skall dras från kalkylkostnaden inom parentesen för att en korrekt hyreskostnad skall erhållas.

Diskonteringsfaktorn gör om framtidspengar till nuvärden. På en riskfri kapitalmarknad i jämvikt är $i = r$.

Skriv nu om (8) som

$$V = \int_0^{\infty} [p \cdot Q - w \cdot L - \left[r + \rho - \frac{\Delta p^*}{p^*} \right] K + rK - rD] e^{-it} dt \quad (8B)$$

dvs \int_0^{∞}

$$V = \int_0^{\infty} [\varepsilon + r \cdot NW] e^{-it} dt \quad (8C)$$

Företagets nuvärde är med andra ord "övertinsten" samt en beräknad marknadsränta på det egna kapitalet över all framtid, diskonterad till dagsvärde. Aktieägarens intresse är hur stor del av detta nuvärde som han kan

disponera efter skatt för konsumtion eller alternativa placeringar. Hur mycket beror *dels* på hur mycket av den löpande övervinst som skapas i rörelsen som delas ut till aktieägaren, *dels* på möjligheterna att utan risk för kapitalförluster i marknaden sälja av sin andel i *V*. Uppenbarligen bestäms svaret av vilken kompetens marknaden har att bedöma framtida ε , vilken ränta som gäller och den riskfaktor – inbakad i i – som används för att räkna om framtida vinster i dagsvärden. Man kan förvänta sig att alla agenter i marknaden använder liknande formler för att skatta ett företags värde. Men uppenbarligen kan olika aktörer ha mycket olika uppfattning om hur man skall se på samma variabels framtida utveckling. Marknadens effektivitet bestäms av dessa aktörers förmåga att utvärdera läget och att realistiskt bedöma framtiden. Men effektiviteten påverkas också av hur marknaden är organiserad när det gäller att koordinera alla individuella beslut samt av externa störningar som politik och smittsam förväntningsbildning ("bubblor") etc.

Olika riskuppfattningar

Förväntade ε driver entreprenörer och ägare. De har sin egen uppfattning om säkerheten i sina förväntningar om sin egen diskonteringsats i . Marknaden har normalt en annan uppfattning om företagets framtida ε , som den uppskattar genom att lägga en riskpremie på sin diskonteringsats i_M . Man kan gissa att:

$$i_M - r = \text{marknadens riskpremie} > 0$$

$$i_M - r > i_L - r = \text{företagsledningens riskpremie} > 0$$

Marknadens riskpremie sätts högre än ägarnas (1) därför att marknaden är sämre informerad om ägarnas kompetens än ägarna själva, eller (2) därför att den är mindre riskvillig än ägarna. I bägge fallen handlar det om traditionella antaganden.

Det behövs ingen komplicerad matematisk analys på (8) för att inse att normala förändringar i föreställningarna om framtiden; om räntan och om risken (diskonteringsatsen) eller om ε kan få företagets nuvärde *V* att svänga våldsamt. Sista kvartalet 1987 gav utmärkta åskådningsexempel på detta.

Förväntningarna spelar en dominant roll när det gäller sättande av aktiekurser. Men samtidigt gäller att på en djup och om faktiska omständigheter ("fundamentals") väl underrättad aktiemarknad bör information om relevanta omständigheter vara så väl fördelad att överraskningar vad gäller faktiska förhållanden inte bör inträffa. Överraskningar bör därför gälla förändringar i de föreställningar och tolkningar med vars hjälp marknaden aktörer transformerar om fakta till förväntningar. Förutsebarhet och effektivitet i marknaden informations-spridning är därför *A* och *O* när det gäller att förstå aktiemarknadens utveckling. Informations-spridningen går till stor del till så att spekulanterna visar upp sina bedömningar av företagets *V* genom att bjuda på företagen i marknaden. Företagen signalerar om sin framtid genom att betala utdelningar och lova framtida utdelningar. Det handlar om löften och åtaganden om direkta variabler i värderingsformeln (8). Man behöver inte förstå "hur" så länge löftesgivarna är trovärdiga. I den bemärkelsen kan marknaden vara en synnerligen effektiv informationskanal jämfört med tekniskt obegripliga analyser av experter, som inte sällan är noviser beträffande affärsverksamhets innehåll.

Asymmetriska uppfattningar om företagsledningens kompetens – när ledningen är bäst informerad

Låt oss först göra det klassiska "principal-agent"-antagandet att företagets ledning är bäst informerad om företaget men har en tendens – om någon – att framställa företaget i överdrivet positiv dager samt signalerar sin prognos på framtida förräntning (ϵ). Företagsledningen gör sin egen riskkalkyl och sätter riskpremien till $i_L - r$. På en perfekt fungerande aktiemarknad kommer den som har det högsta förtroendet för företagsledningens kompetens (om alla på marknaden är lika riskvilliga) att sätta marknadspriset. Han eller hon kommer då förmodligen att ha den riskpremie ($i_M - r$) som ligger närmast företagsledningens. Vi får en prisspridning på företagsledningens kompetens mellan:

$$C_E = \int_0^{\infty} [\epsilon] e^{-i_L t} dt \quad \text{Företagsledningens egen värdering av sin kompetens}$$

och

$$C_E > C_M = \int_0^{\infty} [\epsilon] e^{-i_M t} dt \quad \text{Den högsta värderingen i marknaden}$$

Värderingen i marknaden betyder mycket för ett företag som för sin tillväxt behöver externa kapitaltillskott, samt för en ledning som vill ha nöjda aktieägare och vara i fred för övertagandeförsök. Ledningen och de dominerande ägarna försöker därför på alla sätt hålla marknads värden, C_M , så nära sin egen värdering om möjligt. Man söker marknads förtroende (dvs att reducera marknads riskpremier) med positiva signaler, t ex kvartalsrapporter som visar en stabil tillväxt av vinsten. Ledningen köper på sig pilotinnehav för att demonstrera att man tror på sin egen kompetens (se Bjuggrens kapitel VI). Företaget signalerar med höjda utdelningar (Ross 1977), även om detta är ett dyrbart sätt att signalera för ett företag med många lönsamma projekt (Stern 1979). Räcker inte detta har de amerikanska företagen möjlighet att köpa in egna aktier i marknaden och på detta sätt stabilisera företagets kurs eller skapa spekulativa bubblor.

Signalering med återköp

Så länge $C_L \gg C_M$ är det rationellt med återköp och att öka på pilotinnehaven. I en intressant studie visar Ofer – Thakor (1987) att aktieåterköp är en signifikant starkare signal än utdelningsökningar, när det gäller att stabilisera (höja) företagets marknadspris. Detta gäller därför att återköpen – för marknads riskneutrala investerare – ger en pålitlig signal på led-

ningens uppfattning om sin egen kompetens och den information den har.¹ Det faktum att återköp varit lönsamma affärer för företagen (Loomis 1985) kan även tolkas som ett tecken på att företagets ledning och större ägare är bättre informerade "om sig själva" än marknaden är?²

Signalering med utdelning

Över företagets hela livstid kommer utdelningarna definitionsmässigt att sammanfalla med företagets vinster.³ På en väl fungerande aktiemarknad bör därför investerarna vara indifferent mellan pengar i form av utdelningar och i form av kapitalvinster. De kan alltid sälja av aktier i marknaden om de behöver kontanter. Den avgörande frågan är om marknaden har förmåga att rätt uppfatta de framtida vinsternas storlek. Marknadens fokusering på utdelningen kan därför ses som en spegling av att marknaden inte är välinformerad.

Formeln för beräkningen av företagets värde är bekant och behöver inte upprepas här. Jag nämner detta av ett speciellt skäl. Medan ägar- och företagsledarkompetens får sin ersättning (utöver normal ränta (r) på det insatta ägarkapitalet) i form av vinstströmmen ϵ över tiden, så kommer nuvärdet (kapitalvärdet) av deras kompetens, som det kommer till uttryck i aktiemarknaden, att påverkas av ett antal ovidkommande faktorer, bl a av hur informerad aktiemarknadens aktörer är om nämnda kompetens. Endast vid "starkt effektiva" marknader i Famas (1970) bemärkelse kan marknadens värdering eventuellt ge en rättvis spegling av kompetensen. Detta innebär bland annat att pilotinnehav skall ses som en förtroendesignal till marknaden som höjer marknadsvärdet (C_M) i förhållande till ledningens egen värdering av företaget (C_L). Pilotinnehavens effekter slår därför inte i första hand på vinsten (ϵ) som tester traditionellt formulerats (se t ex Demsetz – Lehn 1985), utan på företagets q -värde som i Bjuggrens kapitel samt i Morck – Shleifer – Vishny (1986).⁴ Effekten på vinsten kom-

¹ Ofer – Thakor (1987) antar att inga skatter finns samt att det är ledningen – som är riskovillig – och inte ägaren som bestämmer om återköpen. Resultaten är dock inte beroende av detta typiskt amerikanska antagande. Dessutom är artikeln formulerad i termer av asymmetriskt fördelad information. Kompetensen är en fråga om att vara eller inte vara informerad om givna faktiska förhållanden. Utan detta för oss icke särskilt rimliga antagande kan analysen inte fullföljas. För en översikt över diskussionen om utdelningarnas betydelse för företagets värdering se vidare Brealey – Myers (1984, ch 16, "The Dividend Controversy") samt den klassiska artikeln av Black – Scholes (1974) med kommentarer, bl a Litzenberger – Ramaswamy (1982) och Miller – Scholes (1982).

² Observera att detta inte är ett självklart påstående. Det är till och med vanligt att ett nytt ledningsteam från "marknaden" kan se nya och fundamentalt bättre lösningar på företagets skötsel; synergihypotesen". Se nedan.

³ Vi bortser ifrån skatter. Vid en ändlig livstid blir den sista utdelningen en återbetalning av återstående kapital. Över en oändlig horisont (en traditionell formulering) sammanfaller nuvärdet av vinster och utdelningar.

⁴ Se också Hasbrouck (1985).

mer först så småningom, om pilotinnehaven får ledningens och ägarnas vinstintressen att sammanfalla bättre, eller om krav på pilotinnehav så småningom sorterar fram en bättre och mera vinstinriktad ledningskompetens.

Vi observerar dock att sambandet mellan risktagande och pilotinnehav inte är entydigt. Ledningens riskexponering beror både på storleken på individernas privata förmögenheter och inkomster och på stabiliteten i företagets och aktieägarnas inkomster. Vid instabila företagsinkomster, konstaterar Flath – Knoeber (1985), tenderar därför pilotinnehavens storlek att minska. Likaså finns det olika former av bonusarrangemang, kopplade till lönen, som ger liknande koordinering av ledningens och ägarnas intressen. Det optimala kontraktet, konstaterar F-K, är en kombination av pilotinnehav och bonus (se vidare nästa avsnitt, samt observera distinktionen i litteraturen mellan ägandekonzentration och stora pilotinnehav hos företagets ledning).

Synergihypotesen – när marknaden är mer informerad om företaget än ledningen

I den experimentellt organiserade ekonomin är, som vi nu vet, att vara bäst informerad ”om företaget” inte alls samma sak som att vara mest kompetent att sköta företaget. Information är bara definierad för en given företagsstruktur. Den nuvarande ledningen kan göra mycket informerade och pålitliga prognoser om sin egen förmåga att driva det egna företaget. Men i marknaden kan finnas någon som ser en mycket bättre organisationslösning (struktur) och som är beredd att bjuda långt över vad marknaden är villig att betala för att förverkliga sin lösning. ”Synergieffekter” uppnås. I en sådan situation med en ”raider”, eller ett ”övertagandeförsök”, brakar det klassiska signaleringssystemet ihop. Denna situation kan inträffa även i en på klassiska grunder (halvt) effektiv marknad. Det är bara en ”insider” eller ”insidergrupp” som ser den nya lösningen. Det ligger ibland¹ i de gamla ägarnas intresse att sälja ut. Det övertagande företaget byter ledning och organiserar om sig och en helt ny utgångspunkt för beräkningen av V i formel (8) inträder. En Schumpeteriansk innovativ ”händelse” har skapat en ny kvasiränta ε , som marknaden inte förutsett och som därför givit en förmögenhetsökning till de gamla och de nya ägarna. Likaså har – om organisationsändringen lyckats – produktionsfunktionen skiftat utåt på grundval av den nya, icke som en faktorinsats uppmätta, kompetensinsatsen.

5 Teori, empiri och tolkning

If the reader interjects that there must surely be large profits to be gained... in the long run by a skilled individual who... purchase(s) investments on the best genuine long-term expectation he can frame, he must be answered... that there are such

¹ Om de gamla ägarna inser att de kommer att förlora framtida kapitalvinster om de säljer ut för tidigt, kan det samhällsekonomiskt positiva övertagandeförsöket blockeras. Det finns viss teoretisk litteratur kring detta dilemma, som vi återkommer till i nästa avsnitt.

serious-minded individuals and that it makes a vast difference to an investment market whether or not they predominate... But we must also add that there are several factors which jeopardise the predominance of such individuals in modern investment markets. Investment based on genuine long-term expectation is so difficult ... as to be scarcely practicable. He who attempts it must surely... run greater risks than he who tries to guess better than the crowd how the crowd will behave."

John Maynard Keynes (1936), s 157.

En tillväxtbana som beror av hur den ekonomiska processen fortskrider ("historieberoende", "path dependent") är vad som kännetecknar den experimentellt organiserade ekonomin. Om "begränsad rationalitet" ("bounded rationality"; Simon 1955a), lokalt, svårkommunicerbart ("tacit"; Polanyi 1967) kunnande samt fri konkurrerande nyetablering ("entry") och utkonkurrering ("exit") av producenter införs i den klassiska jämviktsmodellen, får det ekonomiska systemet denna egenskap. Hur starkt effekterna av denna egenskap kommer till uttryck beror dock på *hur fritt tillträdet till marknaden* ("nyetableringsrätten") är. Planerade ekonomier och ekonomier med stor offentlig sektor kännetecknas av i stora delar begränsat tillträde till marknaden och i motsvarande mån brist på dynamik.

Begränsad rationalitet, lokalt tyst kunnande och någorlunda öppet tillträde till marknaden skapar teknologisk konkurrens och en allmän situation av "icke förutsebarhet" ("unpredictability") i ekonomin där förutsättningar för traditionell jämvikt icke är uppfyllda. Svårigheter uppstår då för marknaderna att organisera sig så att rationella agenter kan lära sig ekonomins struktur så att så småningom konvergens mot förväntningsjämvikten inträder. Detta verkar kunna gälla även om ekonomins marknadsprocesser är såväl stabila som begränsade.

Där jämvikt på kapitalmarknaden inte föreligger är pengarna inte längre neutrala. De monetära och reala systemen påverkar varandra ömsesidigt, en egenskap som för övrigt kännetecknar Wicksells (1898) kumulativa process och den österrikiska konjunkturteorin (se t ex Schumpeter 1954, s 1119 ff). Detta avsnitt behandlar bl a frågan (teoretiskt 5.1 och empiriskt 5.2) hur den oförutsebarhet som innovationer och teknologisk konkurrens skapar begränsar användbarheten av den moderna finansteorin, särskilt teorin om effektiva marknader.

I föregående avsnitt visade vi formellt hur överförräntningen på kapital ($=\epsilon$) – över "marknadsräntan" – kunde tolkas *dels* som en ersättning till ägarna för risk, *dels* som en avkastning för insats av industriell kompetens, dvs för det mänskliga kapital som står för företagets tekniska, kommersiella och organisatoriska förnyelse, och som inte redan erhållit "kontraktssänlig lön". Vi visade samtidigt att denna överförräntning stod i ett direkt, men ganska komplicerat förhållande till produktionsfunktionens skiftfaktor, dvs förändringen i totalfaktorproduktiviteten.

Kapitalmarknaden är i perfekt jämvikt när alla individuella avvikelser i avkastning från marknadsräntan är borta. Därmed följer att teorin för starkt effektiva marknader i princip gör teknikfaktorn i produktionen till en stokastisk variabel. I "halvstarkt" respektive "svagt effektiva" marknader beror teknikfaktorn (skiften i produktionsfunktionen) dessutom på betydelsen i företagets vinster av dåligt spridd men i princip tillgänglig information respektive *även* "insider information". Vi har härvidlag att ta hänsyn till två led i informationsspridningen, nämligen hur effektiv sprid-

ningen av det industriella kunnandet är bland företagen, respektive hur informerad marknaden för företagens värdering är om hur informerade (kompetenta) företagen är.

I detta avsnitt gör vi ett försök att från litteraturen få en helhetsbild av denna komplexa materia, som i grund och botten handlar om det klassiska problemet om räntans bestämningsfaktorer. Därför avslutas avsnittet med några ord om lång och kort sikt, dvs marknadernas förmåga att hantera de beslut, vars konsekvenser sträcker sig över mer än en generation. Till denna fråga hör ägarproblemet.

De problem vi nu kommer in på är synnerligen abstrakta och tekniska. Men de är också oerhört praktiska eftersom de förutsättningar på vilka teorin om effektiva marknader byggts – det finns just nu ingen annan teori att sortera den teoretiska och empiriska litteraturen efter – också omedvetet lagts till grund för ekonomers, lagstiftares, debattörers och politikernas slutsatser om verkligheten. Det ekonomiska systemets förmåga till strukturinlärning – sett i motsats till dynamisk självreglering – är avgörande för de effektivitetsegenskaper hos marknaderna som praktiskt taget hela finansiellitteraturen ägnats åt och för möjligheterna att nå ett tillstånd av full information. Är den moderna finansteorin användbar för att förstå dynamiken i prisbildningen på marknaderna för förmögenhetsobjekt och de till synes oförklarade (läs oförutsedda) förmögenhetsöverföringar som i rasande takt ägt rum i industriländernas ekonomier under de senaste 20 åren, och som sannolikt kommer att fortsätta?

5.1 Jämvikt på kapitalmarknaden, finns den? – en teoretisk översikt

5.1.1 Allmänt om förutfattade meningar i ekonomisk teori

Central ekonomisk teori försöker inte förklara långsiktiga ekonomiska tillväxtförlopp. Inte heller sysslar den med frågan *hur* Adam Smith's osynliga hand koordinerar miljarder beslut i en dynamisk samhällsekonomi till det någorlunda ordnade ekonomiska skeende vi observerar, och som skapar positiva överskottsvärden för de flesta. Ambitionen att syssla med sådana frågor övergavs i takt med att marginalismen kom att dominera ekonomisk teori, och definitivt med den skola som under efterkrigstiden vuxit sig stor på Walras (1874) enkla och grundläggande postulat. Konvexitet, kontinuitet och fullständig marknadsklarering samt ex post konsistens i alla individuella beslut krävdes för uppnående av det tillstånd av fullt informerade – eller så informerade som möjligt – ”perfekta” eller ”effektiva” marknader, som existensen av jämviktslösningar krävde. Dessa postulat tog processbegreppet ur ekonomisk teori. Den blev statisk och utan liv. Den säger oss därmed ingenting om hur en ekonomi fungerar dynamiskt, blott hur den ser ut när den placerats i vila i ett jämviktstillstånd. Det blir en död teori som inte har någonting att göra med de experimentellt organiserade marknadsprocesser vi introducerat i tidigare avsnitt.

Jämviktsanalysen kan inte förklara hur en ekonomi uppträder när den befinner sig utanför sitt jämviktstillstånd. De ekonomer som intellektuellt behärskar den moderna teorin har hela tiden haft detta klart för sig (t ex Arrow 1959, Hahn 1973). Försök att bryta det inåtvända sökandet mot allt mindre intressanta problem inom en hårt begränsad teori, bl a av Joseph Schumpeter, möttes dock inte med intresse förrän 70-talets verklighet rase-

rade flankerna i den statiska centralteorin och i ett slag gjorde den nästan oacceptabel för empiriskt orienterad analys av bland annat allokering- och välfärdsproblem.

Om det är så – vilket är en hörnsten i den teoretiska utveckling som härrör från Adam Smith, Knut Wicksell och Joseph Schumpeter – att en fungerande ekonomi som växer aldrig kan befinna sig i ett jämviktstillstånd där alla beslut är korrekta, att marknaderna aldrig rensas från produkter vid varje ögonblick och att det totala produktionsbeslutet i en ekonomi aldrig kan föras samman till en punkt i nutid där alla marknader, inklusive kapitalmarknaden, klareras, står vi ekonomer fortfarande oförstående inför det storslagna samordningsproblem som mer eller mindre väl klaras varje dag i realtid på världens marknader.

Tillväxt äger rum via produktivitetstillväxt. Färre faktorer går åt för att få fram samma produktionsresultat. Adam Smith betonade specialiseringens betydelse för produktivitetstillväxten. Specialisering möjliggjorde skalfördelar i tillverkningen av standardiserade detaljer (se Leijonhufvud 1985).

Skalfördelar bryter antagandet om konvexitet och därmed försvinner de klart definierade optimilägena. Ekonomins positionering blir flytande. Den beskrivs då bäst som en kontrollerad process och konvexitetskravet ersätts med ett motsvarande krav på att hålla processen begränsad uppåt och nedåt.¹ En sådan process erhålls t ex om en statisk marknadsmodell från centralteorin (en "stationär process") bombarderas med oförutsebara tekniska förbättringar av den typ som Joseph Schumpeter redan 1912 associerade med entreprenören. Problemet är bara (Fisher 1983) att man inte vet vart ekonomin i så fall tar vägen. Den exploderar eller "försvinner", men återgår bara under mycket speciella antaganden till sitt ursprungliga jämviktstillstånd. Detta är inte en tillfredsställande utgångspunkt för en teori om hur en hel ekonomi fungerar. För att komma vidare måste dynamiska anpassningsprocesser mellan ekonomins mikroaktörer i marknaderna införas, och den dynamiska självregleringen i en ekonomi förklaras. Detta arbete har ännu knappast påbörjats.

Teorin om en ekonomi under allmän monopolistisk konkurrens, eller fåtalskonkurrens, som Arrow skissade redan 1959, har dock ännu knappast påbörjats. Den måste stå på en spelteoretisk grund (Shubik 1985) – en insikt som inneburit att spelteorin fått en renässans under 80-talet. Vi kan nämna ansatser på klassisk grund av Dasgupta – Stiglitz (1981), "Contestable market theory" från gruppen kring Baumol etc (1982), på Schumpeters grund baserade evolutionära modeller av Nelson – Winter (1982), Winter (1971), "Adaptive modeling" (Day 1975a) eller dynamisk mikro-makroteori (Eliasson 1978, 1985b). Mikro-makroanalysen innebär egentligen bara att lokalt begränsat – och okommunicerbart – kunnande samt exit och entry införts i den klassiska jämviktsmodellen. I alla ovan nämnda fall har vi att göra med spelteoretiska formuleringar av fåtalskonkurrens, även om språkbruket varierar. Tillämpningsområdet vidgas väsentligt i förhållande till den klassiska jämviktsmodellen, och slutsatserna blir mycket anorlunda.

Oförutsebara, tekniska förbättringar (innovationer) skapar temporära monopolrörelser på kapitalmarknaden, som i sin tur beror på det "unika

¹ I Eliasson (1983, 1984b) formuleras detta konvexitetsantagande som ett krav på "diversity" för att åstadkomma stabil tillväxt på makroplanet.

kunnande" (det temporära monopol) som råkar ha möjliggjort innovationen. Teknologisk konkurrens uppstår mellan ett begränsat antal företag. Somliga företag tjänar tidvis mer, eller mycket mer, än den gängse låneräntan, medan motsatsen gäller för andra företag. Detta förhållande speglas också i verkligheten (se fördelningarna av kvasiräntor i figur 1 i kapitel I). Dessa fördelningar får inte förekomma i klassisk jämvikt.¹ I verkligheten är det miljontals individuella uppfattningar om dessa "räntors" framtida storlek som styr investeringar och produktionsbeslut i en ekonomi.

Individernas föreställningar påverkas av "news" och "events" och leder, när händelser inträffar och/eller uppfattas, till kraftiga revideringar av finansmarknadernas nuvärden. 1987 års börskrasch skall i termer av modern finansteori (teorin om "effektiva marknader") betraktas som en sådan revision av föreställningarna om "economic fundamentals". Enligt teorin om effektiva marknader är sådana "engångsrevisioner" att betrakta som normalt förekommande exogena händelser. Problemet med denna tolkning är dock att det är svårt att i anslutning till 1987 års börskrasch identifiera en exogen händelse som duger som förklaring. Det kanske handlar om en "spekulativ bubbla" som brustit, och som i princip kan vara ett resultat av rationellt beteende som kan förklaras om man förstär hur förväntningar bildas på marknaderna (Blanchard – Watson 1982).

Hur stor del av de oförutsedda händelserna bör i teorin kunna betraktas som "statistiskt vitt brus" och i vilket tidsperspektiv? I vilken typ av modell kan 1987 års börskrasch dateras? Och vilken modell förklarar den dagliga variationen i börsens värden? Modern finansteori baserad på föreställningar om "effektiva marknader" och "rationella förväntningar" försöker få ordning på vad som är exogent (händelsen), vad som kan förklaras och vad som skall betraktas som slumpmässiga störningar.

En rent teoretisk egenskap hos en klass matematiska modeller är att en residual, som uppträder som "vitt brus", alltid kan åstadkommas genom upprepade autoregressiva transformationer av data.² Detta är nästan

¹ Den moderna söketeorin skulle dock tillåta liknande "jämviktsfördelningar" även vid homogena företag, därför att marknaden är ofullständigt informerad. Se Axell (1985).

² Se Lang (1987). I ett försök att motivera Friedmans definition av en "permanent" inkomstdel i den totala inkomsten introducerade Muth (1960) på detta sätt begreppet en "optimal prognos" byggd på historiska observationer. Denna optimala prognos visade sig sedan (se Lang) vara ett specialfall av Wolds (1938) mycket mer generella analys av den typ av stationära fördelningar som ligger till grund för analysen av effektiva marknader. Muth (1961) använde sig av dessa stationäritetsegenskaper när han härledde optimala egenskaper hos vissa prisförväntningsfunktioner, som han kallade "rational expectations". I Muths och många andras tillämpningar bör de rationella förväntningarna närmast karakteriseras som "jämviktsvillkor" (Axell 1985). Den teori om optimal inlärning som vi kommer att redogöra för nedan kräver "liknande stationäritetsegenskaper" för att inlärningen hos ekonomiska agenter skall leda till konvergens mot en traditionell jämviktspunkt. I den experimentellt organiserade ekonomin är det en öppen fråga om – och i så fall hur – sådana stationäritetsegenskaper kan föras in i den ekonomiska modellen. Om detta, se även Heiner (1983).

samma sak som att säga att man alltid – bortsett från en slumpfaktor – kan anpassa en funktion av någon ordning till ett statistiskt material.

I finansiell litteratur konstruerar man därför modeller, t ex autoregressiva scheman av någon ordning, som transformerar om daterade observationer på samma variabel till en systematisk komponent samt vitt brus. Denna konstruktion kan därför förklara nästa periods observation, så när som på en slumpterm, förutsatt att man har tillräckligt många observationer. Vi har då en svagt effektiv marknad. Vi kan lägga till en variabel som beskriver allmänt känd information och "insider information" och får då en "halvstarkt" respektive "starkt" effektiv marknad. Så långt är allt i sin ordning. Den teknik som nu kommer till användning i många empiriska studier i finasteorin är *dels* att anta att historiska data från en eller flera variabler på detta sätt förklarar nästa periods observation på samma variabel, *dels* att a priori anta att ett mycket enkelt sådant schema ("en modell") har just ovan nämnda stationaritetsegenskaper.

Under dessa antaganden blir det möjligt att förklara nästa och nästa och nästa observation som en dragning från samma (stationära) fördelning eller lotteri. Vid studier av dagliga, eller minutliga, finanstransaktioner kan dessa antaganden vara acceptabla. När den autoregressiva modellen inte förklarar någonting utan allt blir vitt brus, kan man fråga sig vad en effektiv marknad (även om den är svagt effektiv) egentligen betyder. När samma modell – som t ex hos Jensen (1985, 1986a) eller Cutler – Summers (1987) – tillämpas på resonemang om de samhällsekonomiska konsekvenserna av företagsamgåenden etc blir diskussionen till och med lätt bedräglig, även om slutsatserna skulle råka vara både intressanta och acceptabla.

Från att i det närmaste ha varit synonymt med ett tidlöst jämviktsvillkor har begreppet "rationella förväntningar", särskilt i finasteorins effektiva marknader, kommit att innefatta vissa utsagor om agenternas beteende. Under den tidshorisont som gäller underförstått nämligen hypotesen om "effektiva marknader" att marknadens, teknikens eller kapacitetens långsiktiga utveckling exakt förutses av marknaden (så när som på en slumpfaktor) och att marknaden är organiserad så att alla agenter tillsammans i medeltal fattar de optimala beslut som den kända kunskapen om all framtid innebär. En rationell förväntningsjämvikt uppnås (se mera nedan). Den experimentellt organiserade ekonomins osäkerhet om det innovativa utfallet och tillväxtens beroende av den innovativa processen finns ej längre kvar. Den över tiden stationära processen förklarar även den innovativa processen. Resultatet av innovatörens, entreprenörens och ägarens kompetensinsatser (vårt ϵ) har troligtvis bort genom ett a priori antagande som aldrig testas i den empiriska analysen.

Om det ekonomiska experimentet sker under laboratoriekontrollerade förhållanden i ett "givet utfallsrum" ("state space", "opportunity set")¹ och om informationskostnaden är noll, är antagandet att alla agenter i snitt kan "optimalt" förutse utvecklingen rimligt. Det behöver då inte testas. Experimentet har designats så att dessa förutsättningar håller. Så är normalt inte fallet vid samhällsekonomisk forskning.

¹ Ett givet utfallsrum innebär som jag påpekade i avsnitt 3.3 att ett inventarium på alla möjliga utfall i princip kan göras upp. Mängden utfall är uppräknelig och begreppet information väldefinierat.

Låt oss specificera de antaganden som skiljer den klassiska modellen från vårt experimentella alternativ.¹ Den klassiska modellen bygger populärt uttryckt på (minst) följande postulat:

- §1) Agenterna maximerar sin förväntade nytta; vinster hos företagen.
- §2) Förväntningar bildas från subjektiva sannolikhetsfördelningar, betingade av all *tillgänglig* information, dvs historiska utfall av alla (under (1)) stokastiska variabler.
- §3) Under (1) och (2) ovan skapar agenternas handlade *faktiska* sannolikhetsfördelningar, som sammanfaller med de subjektiva under (2).
- §4) De faktiska fördelningarna är stationära.

I den experimentellt organiserade ekonomin är §1 irrelevant. Det väsentliga är att förväntningar och beslut bygger på *mycket ofullständig* kunskap om "state space's" innehåll samt att §3 därför aldrig kan gälla på mikroplanet utom av en ren tillfällighet. Eftersom §3 inte ens approximativt gäller,² kommer beslutets verkställande ("the realization process"; Modigliani – Cohen 1961, Eliasson 1967, 1968) att omöjliggöra §4. Jag hävdar t o m (se Eliasson 1987a, kap II) att innehållet i "state space" eller "affärsmöjlighetsmängden" ("the opportunity set"), när den givits en operationell definition, också kommer att ändras som en konsekvens av den pågående utfalls(realisations)processen. Under dessa "nya" förutsättningar kommer inte heller ekonomins sök- och informationskostnader att bli kända i någon operationell bemärkelse. Vi får den experimentellt organiserade ekonomin.

Hur fungerar modellen för effektiva marknader i den experimentellt organiserade ekonomin? Det autoregressiva schema som ansatts för att reducera allt systematiskt beteende till känt beteende plus en slumpterm är inte längre stabilt ("stationärt"). Under alla omständigheter får man inte bygga modeller som a priori förutsätter detta. Redan Mossin (1966) visade - i dåtidens terminologi - att jämvikt i termer av stationaritetsvillkoret §3 ovan inte existerar vid "innovativt" beteende. Mossin använder som exempel en fusion av två företag som ger upphov till synergieffekter. Eftersom de flesta statistiska test har mycket svårt att skilja observationer med betydande systematiska inslag från "rent vitt brus" kommer sådana "snälla tester" (Summers 1986) nästan aldrig att förkasta hypotesen om effektiva marknader till förmån för mothypotesen. Ett sätt att konstruera ett effektivare test är att ändra på observationsperioden, "eller göra om experimentet" på en helt annan observationsperiod.³

¹ Jag har haft stor hjälp av Harald Lang när det gällt att definiera skiljelinjen på denna punkt.

² Det är en helt annan fråga att §3 periodvis ändå kan gälla approximativt på makronivå.

³ I ett längre perspektiv innebär detta att man inte får pröva autoregressiva transformationer på olika "delperioder" och dra slutsatser om skillnader i de skattade parametrarna. Detta innebär nämligen ett uppgivande av de a priori antaganden som ligger till grund för hypotesen om stationaritet och "effektiva marknader". Marknadens agenter kan inte känna marknaden, eftersom dess ("modellens") egenskaper beror på vilken period man väljer (se t ex Wihlborg 1987).

Om inga "events" (Fama – Fisher – Jensen – Roll 1969¹, Fama 1970; se även Fisher, I, 1930) inträffar, som skiftar den "stationära" sannolikhetsfördelningen, skall skattningen av fördelningens parametrar ("modellen") på alla tänkbara delperioder vara likvärdiga och ge "optimala förväntningar" vid varje tidpunkt. Detta är inte någon självklar utgångspunkt för en ekonomisk analys. Som Ross (1987) påpekar, är därför teorin om effektiva marknader inte användbar för annat än mycket kortperiodiska tillämpningar på data från finansmarknaderna.

5.1.2 Kan rationella förväntningar (REH) förekomma i den experimentellt organiserade ekonomin?

Existensen av effektiva marknader är central för hela detta avsnitt, därför att så många empiriska studier utgår ifrån att aktiemarknaden är effektiv i bemärkelsen speglar *all tillgänglig information*, och därför kan användas som mätinstrument för den underliggande reala ekonomiska processen. Kruket är att definiera begreppen "information" och "tillgänglighet". Jag uppställer den "experimentellt organiserade ekonomin" som mothypotes.

Här nedan prövar jag teoretiskt huruvida "effektiva marknader" eller "rationellt förutsebara marknader" kan existera under den marknadsregim vi kallat den experimentellt organiserade ekonomin. Om svaret är nej är a priori antagandet om "effektiva marknader" ej vetenskapligt tillåtet i empiriska studier. Det måste testas. Avsnitt 5.2 inleds med en utvärdering av vad empirisk forskning har att säga om samma sak. Den följande genomgången av empiriska studier i 5.2 styrs sedan hårt av denna teoretiska och empiriska utvärdering. Detta ger en antydning om dispositionen av avsnitt 5.2, som alltså inte kan organiseras efter teorigenomgångens disposition. Den begreppsapparat som krävs för en annan disposition saknas helt enkelt.

Under den organisationsform jag kallat den experimentellt organiserade ekonomin kan innovationer inklusive den övergripande organisationskompetensen hos ägaren *ej* förutses. Inlärningsfunktioner för rationellt beteende borde därmed inte kunna konstrueras så att alla oförutsebara mikrovariabler kan betraktas som dragningar från en känd och stationär statistisk fördelning (ett lotteri med givna regler, "parametrar") och därmed bli "försäkringsbara" i den meningen att "rationella förväntningsjämvikter" (REH) eller acceptabla approximationer därpå föreligger. Detta är samma sak som att säga att agenterna i medeltal inte kan förutse ekonomins framtida kapacitetsutveckling.² Mikroutfallen över all framtid kan då inte be-

¹ F-F-J-R's (1969) analys utgår ifrån Samuelsons (1965) bevis att oberoende mellan på varandra följande prisförändringar är förenligt med en (statiskt) effektiv marknad. I effektiva marknader anpassar sig priserna snabbt till ny information på så sätt att nästa periods pris inte innehåller information om att marknaden inte fullständigt har tagit till sig den nya händelsen, dvs att inget utrymme för arbitrage föreligger. Om händelserna är systematiska (t ex krig eller fred), skiftar den stationära fördelningen, därför att den information den är betingad av har ändrat sig. Om även "events" kan betraktas som slumpmässiga, ändras däremot inte den underliggande sannolikhetsfördelningen.

² "Steady state" antagandet att denna skall vara exponentiell är ett specialfall av REH.

traktas som en dragning från ett "tillväxtlotteri" med en känd fördelning. Därmed speglar inte kapitalmarknadens priser den underliggande reala utvecklingen och kapitalmarknaden är "inte effektiv". Frågan är i stället *hur* effektiva och *hur* självreglerande marknaderna är. Detta är en empirisk fråga (se nästa avsnitt).

Det är kanske på sin plats att påpeka för läsaren att dessa antaganden inte är ett skämt. De ligger som jag redan nämnt till grund för en stor del av den empiriska analysen inom finansområdet. Och hypotesen om effektiva marknader har, som jag också redan påpekat, vunnit acceptans och terräng inom tillämpad affärslagstiftning samt inom den politiska debatten och moralen, bl a om "insider trading".

Vi genomför två olika resonemang, ett teoretiskt och ett empiriskt. I bägge fallen är frågan huruvida den residuala ersättningen för risk och kompetens, i avsnitt 4 kallad ϵ , kan betraktas som "statistiskt brus" eller som resultatet av systematiska faktorer som marknaden teoretiskt kan förutse. I det första fallet kommer aktiekursen att påverkas av en ständig ström oförutsebara "events", som får kurser och förmögenhetsvärden att röra sig på ett oförutsebart sätt.

Den empiriska metoden går alltså ut på att ur "teorin" om den experimentella ekonomins principer härleda hur de "skiljande" egenskaper jag räknat upp ovan kommer till uttryck, samt försöka finna dem i empiriska studier. Det problem jag har är dock att alla såväl teoretiska som empiriska modeller är partiella ad hoc varianter på den klassiska modellen. De är nästan omöjliga att jämföra. Samtliga hittills genomförda empiriska studier kännetecknas dessutom så långt jag kan se av det ovannämnda kardinalfelet, att de klassiska fyra antagandena rutinmässigt gjorts a priori, och därför aldrig prövas annat än möjligen indirekt. I stället för att testa teorin om effektiva marknader eller REH mot ett väldefinierat dynamiskt alternativ¹ prövas i stället huruvida allt systematiskt beteende i marknaden kan fångas av (på olika sätt) formulerade lär- och beteendefunktioner, som a priori utgår ifrån att den residuala vinsten väsentligen kan förklaras av en enkel historia plus vitt brus. Avgörande för om detta går är huruvida de avvikande egenskaper till de fyra ovan nämnda postulat som den experimentellt organiserade ekonomin bygger på, är relevanta. Teoretiskt är slutsatsen klar. Empiriskt är de två "modellerna" nästan omöjliga att skilja åt med de test som hittills använts. Det teoretiska argumentet är därför det enda slutliga. Problemet illustreras av frågan: Kan oktober månads (1987) börskrascher förklaras av börsernas utveckling under tidigare år, är de ett utslag av det "vita bruset" eller har strukturen ändrats, så att vi måste "byta modell"?

Jag genomför prövningen i tre steg (tre argument) med utgångspunkt från de fyra postulaten i den klassiska modellen ovan (se också tabell 1) genom att ta upp:

- (1) Teknisk förändring i produktion och produkter – teknisk informationshantering, den Schumpeterianske innovatören och entreprenören.

¹ Detta är naturligtvis svårt. Det kräver en dynamiskt formulerad allmän jämviktsmodell som inte har REH inbyggd a priori. En sådan teori existerar för närvarande inte, om man bortser från generella, numeriskt specificerade dynamiska modeller, som IUIs mikro-makromodell (se Eliasson 1985a,b).

- (2) Teknisk förändring i koordineringstekniken, inklusive filtrering, särskilt på aktiemarknaden.
- (3) Teknisk förändring i teknologin att åstadkomma (1) och (2).
- (4) Återmatning av effekter under (3) och (2) på (1).

Steg (1) visar att innovatören och entreprenören inte är marginellt okunniga om mängden affärsmöjligheter på det sätt som menas i studier om den ekonomiska betydelsen av asymmetriskt fördelad information. Det "omvända" gäller snarare. Bortsett från visst lokalt kunnande gäller allmänt att marknadsaktörer, inklusive innovatörer och entreprenörer, är praktiskt taget helt okunniga om den totala mängden affärsmöjligheter. (2) och (3) i den klassiska modellen står sig inte. Det reala utfallet av innovatörens och entreprenörens verksamhet på mikroplanet blir oförutsebart. Detta är den unge Schumpeters (1912) hypotes.

Steg (2) visar hur till exempel aktiemarknadens värdering av innovatörens och entreprenörens ekonomiska värde beror av ofullständig information och ofullkomlig analytisk förmåga. En ny hierarki av "informationsstörningar" läggs in i ekonomins koordineringssystem.

Steg (3) handlar om allmän teknologisk uppgradering av informations- och koordineringstekniken i ekonomin, i vårt fall särskilt aktiemarknadens teknologi. Nya finansiella instrument och "raiders" är exempel på sådana förändringar i aktiemarknadens informationsteknologi.

Steg (4) fångar den slutliga återmatningen av effekterna av informationsstörningar i värderingsleden (2) och (3) på den reala ekonomins innovativa beteende under (1).

Den fråga vi ställer är huruvida de ekonomiska processerna på marknaderna för "innovationer och kontroll" kan förklaras av en (i tiden) stationär process, samt om man med denna modell som grund kan dra slutsatser om hur ekonomin skall kontrolleras med lagstiftning och politik.

Vi begränsar det principiella (teoretiska) resonemanget till de ekonomiska *aktiviteter som är utsträckta i tiden* (dynamiken) och som utgör denna studies huvudintresse, dvs innovationer, entreprenörer, venturemarknader, företagssamgåenden etc. En finanst teori (Ross 1987) formulerad för tillämpning på de korta "dagliga" arbitrageoperationer som kännetecknar finansmarknaderna, kommer därmed inte självklart att kunna betraktas som en acceptabel approximation i en ekonomi kännetecknad av innovativt beteende, vars gestationsperioder och effekter sträcker sig över år och decennier.

5.1.3 Existerar effektiva marknader?

Teorin om starkt effektiva marknader skär rakt igenom alla fyra nivåerna ovan. All information som överhuvud taget finns över "insider information" långt in i företagen studeras av den effektiva marknadens analytiker. De förstår och förutser innovationsprocessen inne i företagen, de uppfattar och tillägnar sig i förväg all ny teknologi på den egna analysmarknaden och de (dvs den starkt effektiva marknaden) kan på ett samlat sätt förstå konsekvenserna av all finansiell återmatning till den reala ekonomin och sedan tillbaka till finansmarknaderna igen. Därmed speglar marknaden "economic fundamentals" under (1). Marknaden är med andra ord i jämvikt.

Skulle aktörerna råka ha bedömt situationen fel, så kan felet behandlas som "vitt brus". Vi skall visa i nästa avsnitt vad användningen av dessa antaganden i praktiken kan innebära.

Det är illustrativt att antagandet om existensen av effektiva marknader för risker i den teoretiska litteraturen – ända sedan Modigliani – Miller (1958) – ofta görs konventionellt och utan reservation. Det är också intressant att observera att när Summers (1986) testar effektiviteten på en effektiv marknad enligt Famas (1970, 1976, 1980) snäva statistiska definition, så förkastar han på grund av egna och andras studier hypotesen om att aktie-marknadens priser eller deras förändringar på ett rationellt sätt reflekterar underliggande fundamentala värden ("rational reflections of fundamental values", op cit, s 600). Han tillägger att praktiskt taget alla test som genomförts har haft alltför liten kraft ("power") att skilja denna, som han uppfattar det, möjligen helt felaktiga hypotes om effektiva marknader¹ från mot-hypotesen att – återigen i vårt fall – ϵ kan ges en systematisk förklaring. Den statistiska teorins tillskyndare har konstruerat tester som är alltför snälla mot deras egna teorier.

En rent teoretisk invändning mot existensen av effektiva marknader är förekomsten av dominanta ägare/entreprenörer – "raiders" – som förändrar marknadernas institutionella organisation. Dessa dominanta entreprenörer i ägarfunktionens utövande dyker upp när marknaderna inte är effektiva. Om dominanta ägare/entreprenörer – faktiska eller potentiella – behövs för att hålla marknaderna statistiskt effektiva, faller Famas (1976, 1980) argument för existensen av effektiva marknader, utöver att de är en upprepning av de statistiska jämviktsvillkoren, därför att dessa entreprenörers/ägares existens bygger på de affärsmöjligheter som icke perfekta, dvs icke effektiva, marknader skapar.

De Long – Shleifer – Summers – Waldmann (1987) presenterar en fascinerande teoretisk invändning mot teorin om effektiva marknader som faller tillbaka på en formulering av Keynes. Teorin för effektiva marknader baseras konventionellt på antagandet att felinformerade s k "noise-traders" inte påverkar jämviktspriserna. Det är fel, hävdar de L-S-S-W. Även om de felinformerade "buy high and sell low", så tjänar de pengar, eftersom deras närvaro i marknaden höjer risken och därmed den förväntade avkastningen på deras placeringar, därför att informerade, riskovilliga investerare undviker dessa aktier.² "Noise-traders" minskar därmed marknadens förmåga att spegla underliggande "fundamentals" och gör den mindre effektiv. De L-S-S-W konstaterar att "the more the market is dominated by short-term traders as opposed to long-term investors, the more its performance as a social capital allocation mechanism is degraded." Jag skyndar mig att tillägga att de L-S-S-W's modell kan tillämpas på en ständig ström ändringar av "noise-lagstiftare" av de regler och förordningar som bestämmer hur handeln med värdepapper skall ske. Det samhällsekonomiska resultatet blir detsamma, t ex den mångåriga "undervärderingen" av Stockholmsbörsen under 70-talet.

¹ Samma problem känns igen från den vanligt förekommande observationen att komplicerade ekonomiska modeller ofta har sämre förklaringsvärde än "naiva autoregressiva" modeller, där nästa periods observation förklaras av historiska observationer på samma variabel.

² Jfr på denna punkt de Bondt – Thalers (1985) analys av "över"- och "felreagerande" marknadsaktörer med diskussionen om osäkerhet nedan.

5.1.4 Hur förutsebar är entreprenören?

Teorin om effektiva marknader innehåller två moment, dels hur informerad marknaden är om faktiska förhållanden, dels hur informerad marknaden kan vara om faktiska förhållanden. Det senare momentet handlar om hur *förutsebar entreprenören* är. Om det ekonomiska resultatet av (vinsten från) entreprenörens verksamhet kan betraktas som en dragning från en statistisk fördelning med kända parametrar, dvs kan förutses statistiskt, reagerar den effektiva marknaden innan entreprenören agerar på denna statistiska information. Förändraren bör då endogeniseras i teorin via på den statistiska teorin grundade förväntningar, eller på annat sätt. En mycket stor teorilitteratur med snarlikt innehåll finns att läsa (se nedan).

Om entreprenören inte kan förutses, blir han/hon i analysen en exogen faktor (en "event"). Marknaden reagerar när förändraren agerat och med sitt handlande informerat marknaden. Men frågan är fortfarande *hur marknaden reagerar på allmänt kända fakta*. Vi kan ha "insiders" som lokalt vet mycket mer än marknaden. Vi kan ha systematiskt kunnande om vissa allmänna konsekvenser av innovativt beteende, om vilka de effektiva marknadernas aktörer ej bryr sig, eller som de inte förmår ta till sig och omvärdera i termer av nuvärdet på företaget. Bedömningsproblemet är helt enkelt för svårt. (Jfr avsnitt 8 i kapitel I). Många problem beror inte bara på kända fakta utan på hur agenten tror att andra agenter skall reagera på sin tro om hur alla agenter skall agera. Beroende på hur dessa konfigurationer av förväntningar formar sig kan aktiemarknaden signalera allt från kaos till systematiskt beteende. Marknaden är inte ens "svagt effektiv", eftersom marknaden periodvis till och med kan tolka om klart systematiska signaler från den reala ekonomin till stokastiskt brus. Förutsättningen att subjektiva och faktiska fördelningar skall sammanfalla och/eller vara stationära kan omöjligt hålla. Inte desto mindre kan den reala ekonomin på någon aggregationsnivå uppträda förutsebart. Under dessa förhållanden måste man ta till andra metoder än finansmarknadens signaler för att förstå och utvärdera dynamiska reala fenomen.

I det senare fallet uppstår en rad intressanta, teoretiska spörsmål. De kan sammanfattas med frågan *hur förutsebar förändraren är i försäkrings-termer*, och vilka möjligheter som därmed yppar sig för att "ändå" konvertera den dynamiska analysen till något slags jämviktanalys. Om förändringskrafterna uppträder stokastiskt och om fördelningarna är kända, uppträder förutsebarhet på marknadsplanet för tillräckligt diversierade portföljer. Teorin om "certainty equivalents" (Simon 1956) eller "expected utility" (se Arrow 1965) och "rational expectations" (Muth 1961) är matematiska formuleringar syftande till att hålla analysen – t ex av entreprenörens störande inverkan – kvar inom den klassiska jämviktsteorins ram.¹

¹ En besläktad grupp problem togs i slutet av 40-talet och under 50-talet upp inom de så kallade "conjectural variation" litteraturen (se Lindh 1988 för en översikt.) Problemet var hur jämvikt skulle nås inom den statiska, "tidlösa" allmänna jämviktsteorins ram, när varje beslut byggde på förväntningar om hur alla andra beslut skulle tas under förväntan om alla andra beslut osv. Denna litteratur blev delvis överspelad av den senare närbesläktade diskussion om liknande problem som följde inom den nyligen formulerade spelteorins ram. Begreppen "konsistenta reaktionsförväntningar" och "rationella förväntningar" är dock nära besläktade, utom i ett avseende. Medan de förra klart stannat inom den tidlösa, allmänna jämviktsteorin, gör REH ofta anspråk på att handla om dynamik.

En annan del av litteraturen återförde genom olika förutsättningar gradvis analy-

Om företagens kvantitativa beslut påverkar pridfördelningarna rasar förutsättningarna för jämviktsanalys (Arrow 1959), liksom om osäkerheten inte uppträder symmetriskt som kalkylerbara risker utan i form av exogena "events" (Fama 1970). Om informationshanteringskostnaden, eller "transaktionskostnaden" (för att använda Williamsons 1975 terminologi), förs in kompliceras jämviktsanalysen ytterligare, särskilt om transaktionskostnaderna är okända som de är i den experimentellt organiserade ekonomin. Försök pågår för fullt med att förklara den verkliga ekonomins dynamiska självreglering genom att modellera "lärbeteenden" som så småningom leder till ett tillstånd av förväntningsjämvikt (REH).

5.1.5 Inläring och dynamisk självreglering via marknader

Vi släpper nu ambitionen att ha en statisk modell som vid varje ögonblick är i jämvikt. I stället frågar vi *under vilka villkor* marknadskrafterna, särskilt kapitalmarknadens, uppträder *självreglerande*, dvs åstadkommer konvergens mot jämvikt i traditionell mening och därmed skapar på mikroplanet, i försäkringstermer förutsebara entreprenörer. Detta är i någon mån Adam Smiths gamla postulat om den osynliga handen. Den teknologiska osäkerheten skapades i Schumpeters (1912) formulering av entreprenörernas oförutsebara, störande inverkan. Hur reagerar marknadernas aktörer och det ekonomiska systemet med prissignaler på dessa störningar? Hur skall de dynamiska lärfunktionerna eller förväntningsfunktionerna vara formulerade för att självreglering skall råda i något tidsperspektiv?

Kirzner (1973) definierade som nämnts – förmodligen för att skilja sig från Schumpeter – sin entreprenör som "jämviktsskapande", dvs som den agent som upptäcker affärsmöjligheter i de ojämvikter som av någon anledning råkar existera. En "raider" och en "insider" skulle vara entreprenör enligt Kirzners definition. Detta är (NB!) samma argument som i Grossman – Stiglitz' (1980) kritik av Fama (1970, 1976) ovan. Det är också intressant att konstatera att när Littlechild – Owen (1980) modellerar den Kirznerske entreprenören hamnar de i den allmänna jämviktslösningen, därför att det klassiska stationaritetsantagandet legat i botten på deras modell. Den Schumpeterianske entreprenören som stör jämvikten saknas (se även Lundholm 1988).

Att införa "entreprenören" eller "vinstsökaren" som en agent som lever på att utnyttja asymmetriskt fördelad information och som därmed skapar jämvikt och sedan återgå till att studera den klassiska jämviktslösningens villkor är dock att undvika det vetenskapliga problem vi försöker lösa. Schumpeters frågor tränger sig på. *Hur* uppstår ojämvtikt och *hur* uppträder ekonomin utanför jämvikt, där den i så fall uppenbarligen måste be-

sen till "huvudfåran". Arrow (1964b) visade att marknadsjämvtikt existerade och var paretooptimal om en komplett uppsättning perfekta marknader för risker också existerade. Diamond (1967) visade att ett begränsat "paretooptimum" existerade när osäkerheten om framtida teknologier hade vissa trevliga fördelningsegenskaper, när endast en produkt producerades och när företagen var "pristagare". Alla dessa formuleringar är omformuleringar av de klassiska jämviktstvillkoren baserade på statistisk sannolikhetssteori. De bidrar inte till diskussionen om entreprenören och ägaren existerar, eftersom deras strävan varit att undvika de teoretiska problem dessa fenomen ger upphov till.

finna sig ständigt. Lär- och anpassningsfunktionerna måste definieras. Kostnaderna för inläring, tolkning och anpassning måste representeras i teorin. När detta är gjort kommer *den avgörande frågan för ekonomisk teori att bli vilka restriktioner alla agents samlade agerande lägger på varje agents agerande samt under vilka tekniska och organisatoriska regimvillkor det ekonomiska systemet är stabilt och självreglerande* (Eliasson 1983, 1985b, kap VII). Detta handlar om organisatoriska egenskaper hos det ekonomiska systemet, inte om ad hoc restriktioner som tvingas på modellen.

Det första steget mot förståelse är att acceptera att ojämvikt kan förekomma, men att låta jämviktens läge bero på kända sökkostnader. Detta är idén bakom söketeorin (Diamond 1984, Axell 1985). Prisfördelningar erhålls snarare än ett pris. Constantinides (1986) härleder en kapitalmarknadsjämvikt som beror av kända sökkostnader.¹

Blume – Easley (1982), Bray (1982), Frydman (1982), Jordan (1985) m fl laborerar med inlärningsfunktioner inom modeller som dels tillåter matematisk analys, dels ger konvergens mot något som kan liknas vid en rationell förväntnings-(REH)-jämvikt.² Vi skall då komma ihåg att de inlärningsfunktioner och de regularitetsantaganden som införs i denna analys syftar till att åstadkomma samma resultat som i teorin om effektiva marknader, nämligen att transformera om (reducera) totalmodellen till en stationär process, i vårt fall i ϵ . Tanken är delvis att på denna väg komma runt problemet med "infinite regressions".

Det vanliga antagandet – hos t ex Frydman (1982) – är att fördelningarna för variablerna är kända. Inläringen går till så att man med allt bättre precision kan skatta parametrarna och till sist hamnar i en förväntningsjämvikt. Varken fördelningarna eller tekniken att lära sig påverkas av teknisk förändring. Detta är samma sak som att säga att ingen av egenskaperna (1) t o m (4) ovan (s 174) i den experimentellt organiserade ekonomin får finnas till. I andra modeller – t ex Bray (1982) och Blume – Easley (1982) – utgår man ifrån att agenten kan ha fått tag i en felspecificerad lärmödel (jfr begreppet "bounded rationality") och därför då och då korrigerar sin beslutsmodell. Huruvida konvergens mot förväntningsjämvikt då uppnås beror på hur samstämmiga agenternas handlande är. Konvergensenskapen rasar t ex om vissa agenter under upplärning finner det optimalt att undanhålla information (free rider problemet).

Hos Bray (1982) klaras inte konvergens om oinformerade agenter är dominanta, eller om inte ett tillräckligt stort antal agenter redan är fullt

¹ En bra illustration uppnås inte sällan genom att krångla till analysen. Om t ex ex ante "kända" sökkostnader leder till en "aha-upplevelse" i form av en synergiefekt, har vi antingen stört jämvikten genom en oförutsebar innovation, eller också var sökkostnaden mycket lägre än man visste, därför att vinsten från innovationen var så stor. För bägge fallen visade redan Mossin (1966) indirekt att sökandet skulle ha ändrat jämvikten.

² I någon mån kan detta betraktas som en generalisering av stabilitetsanalysen i allmän jämviktsteori. Där ställs frågan: Om systemet avlägnas från sitt jämviktstillstånd, under vilka villkor återvänder det till sitt ursprungliga läge? Detta problem har ännu bara behandlats för relativt triviala fall när systemet befinner sig på ett infinitesimalt avstånd från jämviktstillståndet.

informerade och kan dela med sig av sin information. Observera också att tillgänglig information och saknad information är exakt definierade begrepp, därför att "state space" är exogent givet och uppräknligt till sitt innehåll. Under normala betingelser verkar således jämvikt i dessa modellers snäva bemärkelse inte kunna råda. Den intressanta frågan är därför *dels* om ett alternativt, mer lämpligt, jämviktsbegrepp skulle kunna definieras, som kan tillämpas på en självreglerande dynamisk ekonomi, *dels* hur finansmarknadernas signalering påverkas under en sådan mer eller mindre självreglerande process, *dels* (slutligen) om det ekonomiska systemet kännetecknas av återmatning, dvs om/hur effektiviteten i finansmarknadernas signaleringsfunktion påverkar besluten i den reala ekonomin.

Det *allmänna fallet* i den experimentellt organiserade ekonomin är "state independent" dynamiska processer, som konvergerar mot samma "state" oberoende av utgångsläge, men som aldrig kommer att nå jämvikt inom "politiskt intressant tid" (Eliasson 1985, kap VII). Under dessa förhållanden blir komparativt statistisk analys omöjlig. Ekonomisk politik blir en fråga om att jämföra systemens dynamiska egenskaper eller ekonomiska processer över tiden (Eliasson 1983). Oförutsebara tekniska förändringar (endast (1) ovan) samt lärfunktioner som är "boundedly rational" som i Eliasson (1976, 1985b), som håller ekonomin inom en någorlunda begränsad tillväxtzon, räcker för att åstadkomma detta resultat. Ingen har vad jag vet ännu försökt sig på att analytiskt studera denna typ av ekonomi.

Den kritiska frågan (Frydman 1982) är *hur* individuella aktörer lär sig jämviktsfördelningarnas parametrar, en fråga som är nästan ekvivalent med hur goda prediktorer på jämviktspriserna faktiska prissignaler är (Radner 1979). Svaret på denna fråga ligger i sin tur nära vad man skulle vilja mena med en "effektiv marknad", dvs i vilken utsträckning man från marknadens priser kan dra slutsatser om underliggande "economic fundamentals".

5.1.6 Får distinktionen mellan risk och osäkerhet en renässans?

Problemet är dock besvärligare än så (Frydman 1982) eftersom "rationell inläring" gäller frågan om den individuella agenten kan förutse det statistiska medelvärdet av alla agents agerande på varandras förväntningar. Detta är en klassisk formulering av Keynes (1936, Ch. 12, Section V) som leder till att Knights (1921) distinktion mellan "kalkylerbar" eller "försäkringsbar risk" och "osäkerhet" kan ges ett teoretiskt innehåll (se också Eliasson 1985b, s 315).

Vi har å ena sidan – Keynes problem – vilka affärssituationer som kan formuleras som ett lotteri och vilka som inte ens *teoretiskt* kan formuleras som ett lotteri med ett kalkylerbart förväntat utfall efter oändligt många dragningar. Å den andra sidan har vi problemet att även om ett lotteri är teoretiskt otänkbart kan varje individ som så önskar ändå forma en subjektiv sannolikhet på vilken ett affärsbeslut kan byggas. Vi har då det teoretiska problemet hur sannolikhetsfördelningar av sannolikhetsfördelningar av olika slag skall hanteras. Om ett lotteri inte är tänkbart skulle man kunna tala om osäkerhet som principiellt skild från "risk", men denna risk är fortfarande försäkringsbar, eftersom ett försäkringsbolag skulle kunna grunda en affärsidé på en subjektiv uppfattning om hur denna osäkerhet ser ut. Detta skulle kunna uppfattas som den Bayesianska positionen.

Frågan är om alla de omständigheter som faktoreras in i ett komplicerat

affärsbeslut kan, eller bör, representeras som stokastiska variabler som i t ex modern sökteori. Om osäkerhet skall kunna särskiljas från kalkylerbar risk, krävs att vissa beslut (val) inte betraktas som medvetna val med subjektivt kalkylerbara risker. Det viktigaste beslutet härvidlag är val av synsätt (beslutsmodell) vid beslut.¹ Är val av ekonomisk politik utifrån ett monetaristiskt eller ett keynesianskt synsätt ett sådant rationellt val grundat på en subjektiv riskuppfattning om vilken modell som skall generera verklighetens utfall? (Jfr Eliasson 1985b, s 315.) Är företagsledarna rationella individer som först räknar in kända, kalkylerbara risker (fördelningar) i sin kalkyl, och sedan faktorerar in en subjektiv fördelning för att utvärdera risken av val av synsätt, som t ex bygger på vad 17 olika konsulter har sagt? Jag kan acceptera det senare synsättet, men frågar mig om detta Bayesianska synsätt är en lämplig modell vid val av beslutsmodell.

Knight (1921) däremot tänker sig att de kalkylerbara riskerna kan täckas genom en försäkring i marknaden, medan marknaden inte klarar att ta hand om osäkerhet, dvs market failure föreligger enligt modernt språkbruk (se Le Roy – Singell 1987). Företagets ledning och ägarna bildar då sin egen subjektiva uppfattning om den icke försäkringsbara risk som Knight kallade "uncertainty" och som han definierade som den rationella grunden

¹ Om jag förstår Knight (1921) rätt, särskilt i Harts (1942b) tolkning, får inte objektiva och subjektiva sannolikhetsfördelningar staplas på varandra så att de kan reduceras (transformeras) till en envärdig (singlevalued) sannolikhetsfördelning, och därmed till en "risksituation".

Betrakta fördelningen $P(x, \theta) = P(x|\theta)P(\theta)$. Vi är osäkra om vilken beslutmodell θ vi skall välja. Zellner (1983, s 141 f) säger att en rationell beslutsfattare först gör val av modell (synsätt) som en dragning från en subjektiv sannolikhetsfördelning $P(\theta)$ av synsätt eller parametrar. Enligt Bayes (1763) synsätt (!) blir då det totala utfallet en simultan fördelning [$=P(x, \theta)$] av observationer (beslut) och parametrar (beslutsmodeller). Men vi har ett problem här, som för praktikern kan synas akademiskt. Inte desto mindre styr det tolkningen av ekonomiska modeller och därmed även tolkningen av verkligheten när dessa modeller testas. Det finns tre olika sätt att föra in "risk".

Jag kan för det *första* säga att jag tror så starkt på mitt val av beslutsmodell att jag inte beaktar några tvivel. Fördelningarnas parametrar är givna. Fel beror på otur.

För det *andra* kan jag betrakta mitt val av beslutsmodell som en dragning från en fördelning av beslutsmodeller som jag anser mig känna. Jag integrerar bägge till en simultan fördelning av beslut och observationer. Men det är ju den förväntade indirekta nyttan av beslutet som beslutsfattaren är intresserad av. Integrationen är därför enligt Hart (1942b) inte tillåten. Besluten faller därvid generellt ut ur den betingade fördelningen $P(x|\theta)$, betingad av den prior som val av synsätt enligt $P(\theta)$ innebär. Risk och osäkerhet sammanfaller inte begreppsmässigt. Hart (1942b), Kahneman – Tversky (1979), Tversky – Kahneman (1981), De Bondt – Thaler (1985), Fishburn (1987) m fl säger på olika sätt detta.

Det *tredje*, generella Bayesianska förfarandet (Zellner 1983) är därför att väga ihop fördelningen av "nyttor" och på så sätt kunna välja ur den simultana (integrerade) fördelningen av nyttor av att ha valt rätt modell och fördelningen av nyttor av utfallet från den valda beslutsprocessen. Endast på detta sätt kan hänsyn tas till relevant information i den ordning den blir känd av beslutsfattaren, t ex riskaversion.

för företagets existens. Men varför skulle då inte också ett försäkringsbolag kunna bilda sig en uppfattning om osäkerheten och gå in i marknaden? Även ett försäkringsbolag är ett företag. Osäkerhet kan då inte vara synonymt med "market failure". "Market failure" blir snarare en situation, där av någon anledning "få" finner subjektiva riskuppfattningar som kan bilda grund för ett affärsbeslut, ett försäkringsbolag, ett företag. Den synen på företaget passar i den experimentellt organiserade ekonomin. Det verkar också passa Schumpeters syn på entreprenören. Entreprenören är enligt honom (Schumpeter 1954, s 556) inte en risktagare. Riskerna kan avlastas på marknaden. Entreprenören ser nya kombinationer, som inte kan härledas ur historiska "fördelningar". Entreprenören tror så starkt på sin idé att han inte upplever någon risk utöver den han kan försäkra sig för i marknaden. Han har valt sitt synsätt, sin tro (jfr Kanbur 1980). Osäkerheten handlar om att han ändå kan ha fel.

Företagen måste i den experimentellt organiserade ekonomin ta beslut långt innan de har den blekaste aning om de risker (den osäkerhet) som är förenade med ett felaktigt val av beslutsmodell. De måste däremot ha en beredskap att snabbt kunna avgöra om ett misstag begåtts (se avsnitt 5.1.9), dvs kunna utvärdera hur den fördelning "sett ut" från vilken val av beslutsmodell dragits. Jag känner stor tveksamhet att följa det moderna synsättet att betrakta val av synsätt eller beslutssystem som en dragning i ett lotteri, dvs från ett lotteri med lotterier som vinster. I så fall måste man betrakta den kompetens som styr valet av lotteri som slumpmässigt fördelad. Likaså blir både den kompetens slumpmässigt fördelad som gör att man identifierar misstagen (nitlotter) effektivt och som ger beslutsamhet och insikter vid korrigerering av företagets kurs. En sådan här betraktelse över de ekonomiska processernas ursprung kan föras vidare hur långt som helst och får snart någonting absurt över sig. Modern sök teori väljer att betrakta alla kategorier i alla led som kalkylerbara risker, dvs fördelningar med olika förväntningar som kan kan aggregeras till en. Mycket snart har den logiska grunden för rationellt förklarande teori ryckts undan.¹

Frydman (1982) försöker dock komma vidare utan att lämna det traditionella analytiska greppet. Han låter agenterna lära sig att modifiera sitt synsätt (sina förväntnings- och beslutsmodeller). Han inför precis som Walras en institution (en "auktionär") som utan kostnad informerar aktörerna i marknaden.

En alternativ väg är att, som i Eliasson (1985b), modellera approximativt ex ante lärbeteende och någorlunda regelbundet ex post konvergerande marknadsreaktioner i ekonomins priser och kvantiteter. En självreglerande mikro-makro processmodell erhålls då, som i grund och botten är en dynamisk version av Adam Smith's osynliga hand. Problemet i den experimentellt organiserade ekonomin är att varje aktör har ett mycket snävt

¹ Jag poängterar detta flera gånger, därför att det finns en hake i den logik som modern teori bygger på. Varje beslutsfattare får naturligtvis välja vilken (konstig) subjektiv sannolikhetsfunktion han eller hon vill för att välja synsätt/modell. Däremot har vetenskapsmannen inte samma frihet. Han måste också ta ställning till om en sådan sannolikhetsfunktion kan existera i princip ex post på ett sådant sätt att verkställandet av alla ekonomins miljontals planer också blir en stationär process. Detta är tveksamt om mikro-makroskeendet kännetecknas av "infinite regressions", ett problem som vi dock inte behöver ta ställning till här.

synfält, en av brist på kunskap begränsad modell av verkligheten som styr hans experimentella sökbeteende. Händelser som han uppfattar som här rörande från sin speciella uppfattning om verkligheten (såg en stationär process) blir då i min tolkning för honom försäkringsbara risker. Händelser *utanför* hans modell blir utslag av genuin osäkerhet, men han kan ”lära sig” att reducera osäkerheten genom att byta beslutsmodell. Likaså uppstår genuina överraskningar (innovativt beteende) som konsekvenser av att aktören byter modell (synsätt). Huruvida den mikrobaserade *ex ante*, *ex post* ”market clearing” process med interaktion mellan finansiella och reala marknader, som vi nu studerar, gör det rimligt att betrakta företagets etablering, expansion och avveckling som dragningar från en stationär process med kända parametrar, får vi ta ställning till i det sista avsnittet.

Resonemang av detta slag fick som sagt Knight (1921) att betrakta ägaren, entreprenören och företaget inte bara som en ”bärare av kalkylerbara risker” – ett försäkringsbolag – utan även som en institution, organiserad för att tjäna pengar på icke försäkringsbar *osäkerhet*, dvs på att välja rätt beslutsmodell.

5.1.7 Om kompetens att utveckla kompetens att utöva kompetens

Schumpeter (1942) talade (till skillnad från 1912) om möjligheten att rutinerad teknikutveckling i storföretagen skapade förutsebarhet i entreprenörsledet. Utfallet av företagens FoU-verksamhet skulle då kunna kalkyleras som försäkringsmässigt risktagande. Det är till och med så att de stora försäkringsbolagen har börjat teckna specialförsäkringar för ”tekniskt risktagande” (se *Hur styrs storföretagen. En studie av informationshantering och information*, op cit, s 51). Om dessa tekniska försäkringar utsträcks till hela området ”affärsrisker”, innebär det att en del av den ”osäkerhet” som ägarna egentligen skall stå för förflyttas till försäkringsbolagen, dvs till marknaden.

Modeller i vilka företagets storlek (läs ”framgång”) härleds som dragningar ur en stationär process har utvecklats bl a av Simon – Bonini (1958) och Lucas (1978). På denna punkt finns en del empiri att falla tillbaka på (se nästa avsnitt). En omformulering av den statiska jämviktsanalysen på stokastisk form blir därmed en till synes acceptabel approximation.

Men det är konstruktionen hos detta ”lotteri”, denna teori, som avgör vilken typ av spelare som attraheras. Om kompetensen trots allt inte har någon betydelse för kreerandet av innovationer samt produktion och tillväxt, måste transformationen bygga på någon slags genomsnittlig känedom om den framtida tillväxt i produktionskapaciteten som innovationerna möjliggör. Detta är ett mycket starkt antagande, som säkerställer att antagandet § 3 (s 172) är uppfyllt. Sedan förs olika antaganden in i litteraturen som säkerställer förväntningsjämvikter, som därmed blir ett exempel på den transformation vi talar om. Detta är för övrigt också ett traditionellt antagande inom den allmänna jämviktslärans tillväxtanalys (”Steady state”analysen¹). Företagens utveckling blir en dragning från en känd fördelning definierad och tidsdaterad runt en exogen tillväxtbana. Den absoluta storleken av den totala produktionen över tiden är exogen och känd ”i medeltal” av alla agenter i marknaden. För att testa teorin om förvänt-

¹ som i detta sammanhang utgör ett specialfall av ”rationella förväntningar”.

ningsjämvikter måste en teori som innefattar dynamiken bakom företagets tillväxt formuleras (se t ex Halls (1987b) empiriska analys och Jagréns kapitel III).

Nya problem uppstår när oväntade innovationer inträffar i tekniken att hantera information och att sprida information. Utan teknisk förändring i produkter och processer är de Walrasianska förutsättningarna för konkurrens uppfyllda. Den Hegelianska sökprocess som planeringslitteraturen byggt upp kring (Malinvaud 1967, Heal 1973 etc) konvergerar under traditionella förutsättningar mot en unik jämviktspunkt, därför att sökkostnaden antas vara noll. Med slumpmässigt fördelad entreprenörskompetens, men sökkostnaden noll, sker konvergensen in i ett "konfidensintervall". Med stora, men *kända* sök- eller informationskostnader blir "konfidensintervall" vidd beroende av de kända sökkostnaderna. När informationskostnaden blir nästan hela produktionskostnaden blir konfidensintervallet så stort att utfallet kan hamna var som helst. Jämviktspunkten blir mindre intressant.¹

Aktören i den klassiska teorin antas vanligtvis välja och ha valt samma optimala väg, givet kända sökkostnader. Jag antar då på konventionellt sätt att också val av optimal väg är helt kostnadsfritt. Antag nu att även tekniken att välja väg är osäker, kostar och måste utprovas samt påverkas av oförutsebar utveckling. Vi vet då inte längre vart processen konvergerar i den bemärkelsen att något jämviktsintervall inte kan beräknas förrän vi gjort antaganden om den andra och tredje ordningens stokastiska fördelningar. Dessa reglerar de nya sökprocesserna.

Kronan på verket är när tekniken att tekniskt utveckla och koordinera påverkas på ett oförutsebart sätt av satsningarna på att utveckla denna teknik och att dessa satsningar på att utveckla teknik i sin tur kan utvecklas tekniskt osv. Slutresultatet av en sådan "infinite regress" i marknadsekonomins informationshantering, som Keynes (1936, Ch. 12, Section 5) diskuterade i anslutning till aktiemarknaden, som påpekades av Winter (1964) och som utnyttjats av Stiglitz (1985) i precis samma syfte som av mig, är att den ekonomiska processens utfallsrum, när alla sannolikhetsfördelningar staplas på varandra, vidgat sig obegränsat på det sätt den "experimentella hypotesen" förutsäger. Informationskostnaderna påverkar nu kunskapen om objektet (målet, systemets egenskaper). Vi får en Heisenbergska osäkerhetsrelation. Om jag förstått saken rätt förutskickade Hegel denna möjlighet.

Ekonomisk självreglering med hjälp av "lärfunktioner" eller Adam Smiths osynliga hand kan dock fortfarande förekomma och håller den totala, reala ekonomiska processen begränsad ("bounded", Eliasson 1983a). Men det handlar om en resa i tiden utan förutsebara mål, i stället för mot ett givet mål. Tidigare steg påverkar resursernas storlek i framtiden. Varje utgångsläge vad gäller kompetensens fördelning blir beroende av en lång historisk upplärning, som är beroende av vilken väg (path-dependence) ekonomin, dvs tidigare sökprocesser i marknaden, råkar ha tagit. Denna typ av förutsättningar har i allmänhet ogillats i ekonomisk analys. Det är en sak att "*historiskt förklara*" vad som varit genom att spåra tillbaka i tiden.

¹ Observera dock att jämviktspunkten kan ha en mening även i ekonomier som alltid opererar utanför jämvikt (Day 1986). Jfr även Grossman – Hart (1980) samt Glick – Wihlborg (1986).

Framåt råder dock under ovanstående experimentella förhållanden osäkerhet i Knights (1921) bemärkelse. Ett antal upprepade experiment framåt i tiden kommer på grund av det ofantliga och med antalet experiment växande antalet kombinationsmöjligheter inte att på olika vägar konvergera mot samma jämviktsbana. Vi får den spridning i det historiska utfallet som världens ekonomier runt omkring visar upp.

5.1.8 Kunskapsbaserad konkurrens begränsar koncentrationen

Kunskap om hur ε uppstår ger svaret på frågor om koncentrationstendenserna i en ekonomi. Men samma kunskap avgör också om vi skall tro på den unge (1912) eller den gamle (1942) Schumpeters utsagor om hur innovationer, industriell framgång och koncentration uppstår. I den klassiska modellen innebär en kombination av skalfördelar och avsaknad av nyetableringskonkurrens att tendenser mot långsiktig koncentration föreligger. Detta sker t ex i IUIs mikro-makromodell.¹ I "Contestable Markets and the Theory of Industry Structure" (Baumol – Panzar – Willig 1982) *antas hotet* om nyetableringar vara tillräckligt för att förhindra koncentration även vid skalekonomier. Inre fåtalslösningar uppstår. Orsaken till detta resultat är att entry och exit *antas* vara helt kostnadsfria.²

För att förstå *hur* fåtalslösningar uppstår krävs en spelteoretisk ansats (en dynamisk marknadsmodell med teknologisk konkurrens) som stoppar obegränsad koncentration. Under den teknologiska konkurrens med nyetablering som kännetecknar den experimentellt organiserade ekonomin begränsas koncentrationen genom att värdet på det kompetenskapital företagen har (dvs ε) konkurreras ned av nya innovationer som till sitt innehåll inte kan förutses av marknaden.³ De resurser företaget får att satsa på vidare kompetensutbyggnad kontrolleras uppifrån av den fria teknologiska konkurrensen. Kompetensens och därmed företagens ekonomiska värde begränsas, även om produktionseffekterna kvarstår. Det skall observeras att denna slutsats helt beror på att *utfallsrummet* ("state space", "the opportunity set") inte är givet, vare sig till sin storlek eller sitt innehåll. Inom den experimentellt organiserade ekonomin kan utfallsrummet till och med växa i takt med att det utnyttjas (Eliasson 1987a, Ch. II). Alla företag, även IBM, är därför under någon fas i sin historiska utveckling så exponerade för oförutsebar teknologisk konkurrens att de kommer att reduceras till helt vanliga företag.

Den bild av till synes oundviklig, obegränsad koncentration som figurerna 1 och 2 i Jagréns kapitel antyder och som Marris – Mueller (1980) oroar sig över, är därför en illusion, som beror av figurernas konstruktion.

¹ När nyetableringskonkurrensen "kopplats bort". Se Eliasson (1985b) samt Hanson (1986).

² Liknande resultat får Albrecht – Axell – Lang (1986) genom att införa begränsade marknader och Helpman-Krugman (1985) vid analys av inomsektoriell handel. I de tre sista fallen är det dock artificiella, pålagda externa "hinder" (restriktioner) som ger en "inre lösning".

³ Då skulle ju ett redan framgångsrikt stort företag med resurser i förväg kunna undvika att dess ε konkurreras bort – genom att kopiera in den "nya" innovationen i sin egen produktion.

Figurerna visar bara de företag som råkat lyckas och därför tills vidare ökat sin dominans i total produktion.

5.1.9 Sammanfattning av informationsanvändningens teknologi i den experimentellt organiserade ekonomin

Begreppet information har i ekonomisk teori kommit att betyda prisernas förmåga att spegla den underliggande ekonomiska verkligheten ("economic fundamentals"). Informationen beror därmed av det ekonomiska systemets jämviktsegenskaper. I statisk jämvikt avbildar priserna exakt ekonomins kvantiteter (dualitet). Utanför jämvikt störs "bilden" av allehanda former av brus. Vi konstaterar att i den experimentellt organiserade ekonomin utan klassisk jämvikt kommer någon grad av icke försäkringsbar osäkerhet i Knights (1921) bemärkelse ständigt att råda om ekonomins realiteter, samt att ekonomin i motsvarande mån ej kan komma i närheten av någon form av bestämbar jämviktsläge, där den stannar om den en gång hittat dit.

Vi kan uttrycka denna slutsats på ett mer konkret sätt. Ojämvikter eller marknadsimperfektioner definierar affärsmöjligheter. I jämvikt försvinner dessa. Jämvikt är därför ett icke existerande tillstånd, därför att innovationer förekommer. (Eliasson 1985b, kapitel VII; Stiglitz 1985). Glick – Wihlborg (1986) konstaterar att om finansmarknaderna vore perfekta skulle inga incitament till att informera sig om omgivningen finnas ("free rider"-problemet). Om aktiemarknaden blir perfekt, har den innovativa verksamheten upphört. Medan ekonomin "kanske" blivit statiskt effektiv, har den blivit dynamiskt ineffektiv. Den klassiska centrala planeringslösningen är med andra ord en icke önskad, ineffektiv lösning.

I den experimentellt organiserade ekonomin kan alltså agenterna aldrig förutse hela utfallet av sitt handlande och räkna om det till en helt kalkylerbar risk. Samtidigt kräver företagets organisation och den teknologiska konkurrensen att beslut ständigt tas. Även företaget måste organisera sig som en experimentmaskin, som agerar långt innan tillfredsställande underlag för beslut kunnat samlas in och analyseras. Företagets kompetens handlar därmed om att

- (1) komma rätt i övervägande antalet experiment
- (2) snabbt identifiera misstag från de signaler experimentet sänder ut samt
- (3) snabbt korrigera identifierade misstag.

Eftersom kompetensen är lokalt begränsad ("bounded") och väsentligen okommunicerbar ("tacit") måste företaget (under teknologisk konkurrens) ständigt omorganiseras och ledningen ständigt lära sig nya driftslösningar eller bytas ut. Ägarfunktionen kommer huvudsakligen in på denna nivå. Ägaren härleder sina befogenheter från den finansiella kontroll som följer med ägarkontraktet. Det förekommer alltså ett *allmänt teknikproblem som har att göra med utformningen av (ägar)kontrakten* så att kompetensutövningen på denna nivå fungerar så effektivt som möjligt. Detta är en fråga om *teknikutveckling inom informationshanteringen*. En väsentlig del av denna informationsteknik gäller kapitalmarknaden.

Teknikutvecklingen på kapitalmarknaden, särskilt aktiemarknaden, handlar om att kombinera incitament med industriell kompetens och förmåga både till organisatorisk förnyelse och till att utöva kontrollfunktionen. Därför har under senare år denna totala aktivitet i litteraturen kommit

att kallas *the markets for innovation, ownership and control*. Men det handlar inte om perfekta marknader ur den traditionella ekonomiska teorin utan om *fåtalskonkurrens*, ett dynamiskt spel – med ett variabelt antal spelare – mellan dominanta ägare.

5.2 Empirisk översikt – hur förutsebara är ekonomins innovationer och kvasiräntor?

Denna empiriska översikt tar som föregående teoretiska diskussion sin utgångspunkt i modellen om den experimentellt organiserade ekonomin. Denna ekonomi är "state"- eller "historieberoende", vilket bl a innebär att egenskapen "effektiva marknader" eller "rationell förväntnings- (REH) jämvikt" aldrig bör tvingas på modellen som ett a priori antagande. Effektiva jämviktmarknader existerar bara approximativt om ekonomin är organiserad så att företagen gradvis kan lära sig hur den framtida utvecklingen (den framtida fördelningsfunktionens parametrar) beror av den "state" ekonomin just råkar befinna sig i. Detta är bara möjligt om den kompetensuppbyggnad och den innovativa verksamhet som styr den framtida utvecklingen visar så pass regelbundna mönster att förutsebarhet är möjlig. Att detta skall gälla är inte en självklar utgångspunkt för en analys av dynamiska fenomen, särskilt inte en analys av ett land där en väsentlig del av ekonomins informationssystem – prisbildningen – förryckts av skatteklar, inflation och regleringar av allehanda slag (se *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit, s 377 ff).

Problemet med denna översikt är att praktiskt taget alla empiriska studier tar sin utgångspunkt i modellen om effektiva (jämvikts)marknader. Vi har för det *första* direkta tester av denna hypotes och för det *andra* empirisk analys av ur portföljvalsteorin härledda riskspridningsmodeller. I bägge fallen handlar det, som vi påpekat ovan, om hypoteser som i sin tur härletts ur den statiska jämviktsteorin, eller modeller som innehåller ett a priori antagande om i bästa fall rationella förväntningsjämvikter. Det är (ändå) mycket vanligt att i litteraturen referera till dessa modeller som "dynamiska", därför att de byggs upp kring autoregressiva transformationer av tidsförskjutna variabler, vilket är en tveksam utspädning av begreppet "dynamik".

Gemensamt för allt det material jag gått igenom är att mothypotesen, nämligen en modell med en systematisk representation av den dynamiska innovationsprocessen, sett i ett totalekonomiskt perspektiv, inte är specificerad. Det *tredje* empiriska forskningsfältet är därför ganska löst kopplat till den ekonomiska centralteorin och finansiellitteraturen. Det behandlar dels problemet hur "venturemarknaden" skall modelleras, dels frågan hur teknologiskt motiverade uppköp av innovativa företag skall förklaras, hur synergi- och monopoleffekter vid fusioner skall representeras osv. Utgångspunkten är att den heterogenitet och det enorma antal kombinationsmöjligheter som föreligger i den experimentellt organiserade ekonomin, samt de långt utdragna anpassningsförloppen i många för denna skrift viktiga avseenden gör centralteorin missvisande som utgångspunkt för både analys och översikt.

Även om jag redan presenterat en skiss av teoribildningen på området kommer jag att då och då behöva gå igenom teoretiska detaljer för att förstå de empiriska resultaten. Teorin på området har alltför mycket blivit ett buskage av partiella ad hoc variationer på den klassiska jämviktmodellen,

som dessutom då och då testas empiriskt i ytterligare specialvarianter med sporadiska, dynamiska inslag, som inte alltid är konsistenta med den underliggande referensmodellen. Det är dessutom så att 80-talet inneburit klara avsteg från vad jag kallat den klassiska modellen. Detta kommer så småningom att göra det möjligt att sortera hela det empiriska materialet efter den nya teoretiska litteratur som sett dagens ljus under 80-talet och som är mer i linje med modellen om den experimentellt organiserade ekonomin. Men denna nya disposition är ännu för tidig. Dispositionen speglar därför i hög grad den empiriska forskningens utveckling och beroende av data samt var de flesta artiklarna finns, inte nödvändigtvis de viktigaste problemen. Tre huvudområden behandlas.

Vi börjar (5.2.1) med frågan om modellen för effektiva marknader är en acceptabel approximation för en ekonomi kännetecknad av innovativt beteende och mycket asymmetriskt fördelad information och kompetens. Frågan om marknadens effektivitet blir central för hela denna skrifts analys, därför att en så stor del av den empiriska forskningen baserats på denna modell. Det handlar – jag upprepar – för aktiemarknadens del om effektiviteten hos en andrahandsmarknad och möjligheten att vid försäljning av värdepapper få dem rättvist och effektivt värderade på grundval av all ”relevant, tillgänglig information”. Kunde man det under 70-talets krisår före år 1979? Kan man det nu, ett antal månader efter 1987 års börskrasch? Frågorna kan ställas direkt: Vad skall vi (operationellt) mena med en effektiv kapitalmarknad i en experimentellt organiserad ekonomi? Kan konsekvenserna av ekonomins innovativa processer och dynamik på kapitalmarknaden förklaras som en ”stationär process”? Vad blir det för skillnad om vi i stället för att tala om asymmetriskt fördelad information diskuterar asymmetriskt fördelad (men oförklarad) kompetens? Vad säger den empiriska forskningen?

Under den andra rubriken (5.2.2) samlar vi ihop alla empiriska studier som handlar om *riskspridning* i olika former, dvs i praktiken studier byggda på den *statiska portföljvalsteorin*. Hur påverkas marknadernas institutionella organisationer av försäkringsmotivet? Beror den endogena organisatoriska kompetens som förklarar företagets framgång på av slumpen styrda händelser eller handlingar? Kan den ses som dragningar från en stationär fördelning med kända parametrar, som i sin tur på samma sätt speglas på en effektiv kapitalmarknad? Vi studerar dels aktieägandets spridning och effekterna därav, dels företagets interna organisationsstruktur; det senare med särskild hänsyn till hur företagets ”snitt mot marknaden” kan se ut.

Den avslutande delen av översikten (5.2.3) innehåller ett försök till en syntes och en formulering av någon slags teori som skall fånga den företagsdynamik vi observerar runt omkring oss. Vi letar (med ljus och lykta) efter empiri och teori som tar ett innovativt grepp på *tidsproblemet* i analysen av innovationer på hög nivå, nämligen företagssamgåenden. Litteraturgenomgången blir en besvikelse. Empirin har drunknat i modellen om effektiva marknader, trots att redan Mossin (1966) visade att så får man inte göra. Litteraturen över innovationer, företagets födelse och död, ”venturmarknaderna” osv härrör i stor utsträckning från till tekniska högskolor knuten ekonomisk forskning. Här släpper man å andra sidan nära nog helt kontakten med den ekonomiska centralteorin. Innovationsforskningen, särskilt den empiriska, ligger i allt väsentligt utanför ”mainstream economics” på den (goda) intuitiva grunden att denna teori i sin nuvarande statiska utformning är mindre lämplig som teoretisk grund för innovationsforskningen.

5.2.1 Existerar effektiva marknader i en experimentellt organiserad ekonomi?

Detta avsnitt borde egentligen ha handlat om en effektivitetsorienterad analys av finansmarknadernas institutionella organisation; hur många och vilken typ av aktörer, nya instrument, prisbildningsformer etc. Någon sådan empirisk analys som förenar finansmarknaden med den reala ekonomin under ett totalekonomiskt perspektiv har jag inte funnit, om man bortser från vissa inslag i den monetära makroanalysen. En effektiv marknad innebär, som vi tidigare redogjort för i finansteorin att marknadens priser (helt) avspeglar all tillgänglig information. Denna inte särskilt exakta definition ligger, som vi också påpekat, mycket nära det klassiska jämviktsprisbegreppet. Oklarhet råder dock om vad som skall *menas med information* och *tillgänglighet*, ett problem som i sin helhet förutsatts bort i allmän jämviktsteori.

I den experimentellt organiserade ekonomi som vi introducerat kan begreppet information inte definieras exakt, och tillgängligheten beror av osäkra sökkostnader, som inom industrin ofta är betydligt större än tillverkningskostnaderna (se *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, op cit). Därmed blir begreppet effektiva marknader, som det definierats, något suspekt även som approximation. Den empiriska analys som återfinns i litteraturen bygger nästan genomgående på förutsättningen att den information man har eller inte har kan ges en exakt definition, även om (stokastiska) mätfel förekommer och kostnaden att samla in information kan vara betydande.

De empiriska analyserna om effektiva marknader handlar *dels* om frågan hur man med hjälp av grova ekonometriska test kan mäta hur väl räntesättning och företagsvärdering speglar underliggande faktiska förhållanden i den reala ekonomin ("economic fundamentals"), *dels* om tester med vars hjälp man söker identifiera marknadsmissstag i bemärkelsen att allmänt känd information inte speglats i t ex aktiemarknadens bestämning av företagets värde. Frågan om marknaden är effektiv blir under dessa förutsättningar meningsfull endast om väsentlig information är i princip känd och tillgänglig, men ojämnt fördelad.

a) *Asymmetriskt fördelad information*

När "alla vet vad som kan vetas", information är offentligt tillgänglig utan kostnader, och ingen privat information finns (ingen "insider trading") är marknaden "starkt effektiv". Sådana marknader kan inte förekomma i den experimentellt organiserade ekonomin, som kännetecknas just av förekomsten av privat, unikt kunnande, som inte kan kommuniceras. "Halvstark effektivitet" föreligger när all offentlig information (alla fakta) är spridd eller tillgänglig och inbakad i marknadens priser. Vid "svagt effektiva marknader" förklarar historien allt som kan förklaras. I test på existensen av "svagt effektiva marknader" postuleras "resten" vara "vitt brus". Inte desto mindre kan detta brus uppstå på två sätt. Aktiemarknadens spegling av vinsten (dvs ϵ) kan vara en effektiv spegling av den underliggande reala vinstskapande processen, som i många studier uppfattas som stokastisk. Men denna karaktär hos aktiemarknadens spegling av vinsten kan också bero på dålig kompetens hos aktiemarknadens aktörer i deras roll som fungerande informationsbärare. Om den senare egenskapen – dvs att all känd information så att säga misstolkas eller sprids ojämnt – domine-

rar, blir det missvisande att överhuvud taget använda termen effektivitet.

Shiller (1981) finner att variationerna i aktiemarknadens prissättning under det senaste århundradet varit alldeles för stora för att kunna förklaras av ny information om utdelningarna. Efter att ha diskuterat olika förklaringar förkastar han hypotesen om effektiva marknader. Samma slutsats drar De Bondt – Thaler (1985) med hänvisning till att "Bayes rule is not an apt characterization of how individuals actually respond to data". Professionella analytiker använder faktiskt, konstaterade de, samma förenklade och ofta felaktiga tumregler, och visar samma tendenser till "överreaktion" som vanliga lekmän. Trots snälla test får inte heller Summers (1986) stöd för teorin om effektiva marknader. Han förkastar därmed denna teori på en rad grunder till förmån för ett ospecificerat allmänt alternativ, som rimligen bör innehålla element av vad vi har kallat den experimentellt organiserade ekonomin.

Kleidon (1986) gör liknande observationer. Han ställer frågan om den stora variansen i den långa relativt den korta räntan som förekommer verkligen kan modelleras som en stationär process. Bara ibland, konstaterar han, och möjligen för räntan. Men, påpekar han, dessa tester kan visas ha en klar "small sample bias" som gör att man inte kan förkasta (noll)hypotesen att en icke stationär process förklarar prisutvecklingen, i Kleidons fall utdelningarna.¹

Kerstin Claesson (1987) redovisar en rad utländska studier samt genomför egna studier av speciella fenomen i aktiemarknadens värdering, där man kan peka på att marknaden inte speglar "känd" information, bl a "veckodagseffekten" och "småföretagseffekten" och där spekulanter borde kunna göra arbitragevinster på att systematiskt utnyttja denna information, om inte transaktionskostnaderna är för stora.² Claessons (1987, s 209-210) allmänna slutsats är ändå att Stockholms fondbörs varit relativt effektiv vad gäller kortperiodisk prissättning. Hon finner i detta avseende inte heller att en relativt liten och tunn aktiemarknad, som den svenska, skulle vara mindre effektiv än en djup och stor marknad, som den amerikanska.

Det finns dock ett antal skäl till att finansmarknaden, särskilt aktiemarknaden, bör ha betydande effektivitetsskavanker när det gäller värderingen av komplexa objekt, och när prisbildningen skall nuvärdesbestämma en lång framtida utveckling. Skälen är att marknadens aktörer är få och ofta inte särskilt informerade och kompetenta, när det gäller denna typ av ut-

¹ Se även Campbell – Shiller (1987) som bl a prövar Kleidons (1986) problem med "icke-stationäritet". De hävdar att de variabeltransformationer som vanligtvis krävs innan teorin om stationära processer kan tillämpas – till exempel att ta bort en linjär trend – kan "bias the test procedures against the model" om de ursprungliga, otransformerade variabelerna är icke-stationära. Scotts (1985) resultat stöder – något motvilligt – Shillers (1981) förkastande av "efficient market"-hypotesen, men han köper inte Blanchard – Watsons (1982) tolkning att Shillers resultat tyder på en "stokastisk bubbla" i en i övrigt rationell förväntningssituation. Scott föredrar tolkningen att riskaversion och variationer i den reala räntan förklarar varför aktiekurserna svänger så väldigt mycket mer än vad som kan rationellt förväntas på grund av svängningar i utdelningarna.

² Se även Reinganum (1983, 1984) och De Bondt – Thaler (1985, s 794).

värdering. Tillgänglig information kan nästan alltid tolkas på ett stort antal sätt, som beror av aktörernas individuella kunskap och förmåga. Detta bör leda till systematiska fel, när tidsperspektivet förlängs. I komplicerade situationer under ett långsiktigt perspektiv bör rimligtvis en djup marknad med många aktörer och specialister borga för större effektivitet än motsatsen.

Denna diskussion berör återigen det känsliga problemet med "insider trading". Skall informerade "insiders" få tjäna pengar på sin information, exempelvis genom att själva gå ur sin position, därför att de råkar känna till, eller till och med vara ansvariga för att företaget går dåligt. Utan deras information sätter marknaden fel värden. Om "dåliga budskap" inte sprids effektivt t ex därför att "insider trading" är förbjuden, kan en s k "citron-effekt" uppstå i så måtto att alla värdepapper systematiskt undervärderas.¹

b) *Dynamisk interaktion mellan marknader*

Begreppet effektiva marknader får slutligen ej tillämpas partiellt. Hur olika finansmarknader interagerar i och över tiden är en väsentlig del av effektivitetsbegreppet. Här har i finansanalysen utvecklats ett speciellt synsätt. Skillnaden mellan den effektiva avkastningen på aktier och den (reala) räntabiliteten på eget kapital (före eller efter skatt) brukar traditionellt beräknas som ett *riskpremium*, en ersättning för risk till aktieägarna (se Mossin 1966, Eriksson – Södersten 1979, Lindörn – Wohlin 1978). I konsekvens av vår tidigare analys i denna skrift utgör den reala förräntningen på industrins eget kapital och marknadens värdering av samma kapital två olika mått på summan av ersättning för risk och insatser av tidigare ej "betalad" kompetens. Detta är relativt konkret och begripligt för ett enskilt företag, särskilt ett mindre företag, där högsta ledningen och aktieägarnas kompetens är mätbar. I ett stort företag bjuder så att säga samma grupper hela aktieägarskaran på sin kompetens. De kan bara få ordentligt betalt i den mån de äger egna aktier i företaget.

I en effektivt fungerande marknad bör även delmarknader för risktagande fungera effektivt. Om aktiemarknadens ersättning (premien) för risk är för hög bjuds den ner av tillströmmande riskkapital. I vilken utsträckning så sker beror av hur riskvilliga placerarna är och hur informerad marknaden är. Individuella placerare kan ju genom särskild kompetens och information reducera sitt risktagande ("insiders") per engagerad krona.

Vad innebär nu en riskpremie på i snitt 6 % (effektiv avkastning efter skatt) över industrilåneräntan i Sverige 1951–86, samt ännu högre i USA och England under ännu längre perioder (se figur 3 i kapitel I, samt De

¹ Se Cleeton – Reeder (1987) som för detta argument. Men de vänder även på antagandet och säger att om det är tillåtet för en informerad "insider" att sälja "dåliga" värdepapper till en "oinformerad köpare", så kan precis samma "citron-effekt" uppstå. Ställningstagandet i denna mycket delikata fråga och "insider trading" är således helt beroende på vad man antar eller vet om effektiviteten i marknadens informationsspridning. Såväl Cleeton – Reeder (1987) som Asquith (1983) konstaterar dock att marknaden premierar "insider"-information och att aktievärdena på uppköpskandidater normalt går upp innan uppköp eller samgående annonserats.

Ridder 1987).¹ Får riskpremien vara så stor i en effektiv marknad? I en effektiv marknad borde då (rimligtvis) även riskovilliga placerare genast ha fattat att en säker långsiktig extra avkastning på 6 % eller högre gällde för aktier och bjudit upp priset på aktier relativt andra värdepapper, så att riskpremien gått ned till mer "normala" värden.

Vi finner dock vid närmare granskning att riskpremien fluktuerar kraftigt. Risker skulle sålunda kunna betraktas som ersättning för en tidsmässigt osäker avkastning, en likviditetsrisk. Men även så är den långsiktiga premien över räntan så hög att man genom lån – särskilt i USA med en fungerande kreditmarknad – under hela den studerade perioden borde ha kunnat reglera sitt kassaflöde över tiden, så att premien i snitt bjudits ner till strax över noll, där den bör ligga i en effektiv marknad med riskneutrala investerare.

Varför har så ej skett? Den rimliga tolkningen är att brist på information och/eller kompetens hos större delen av sparare/placerarekollektivet håller en stor del av utbudet av kapital borta från marknaden för riskkapital, där en betydligt högre långsiktigt säker avkastning än i alternativa nominella placeringar kan uppnås. Marknaden är med andra ord oinformerad om kända förhållanden och därmed ineffektiv. Placerare på riskkapitalmarknaden erhåller en extra avkastning på grund av kompetens och information, ej på grund av risktagande i vanlig mening. Begreppet effektivitet, som det uppfattats och testats i litteraturen, får därmed ett mycket kortsiktigt, nästan omedelbart innehåll, som inte är acceptabelt vid värderingar av nuvärden på en aktiemarknad, och särskilt inte vid den typ av tillämpning vi strax skall redogöra för.

Ett annat, men tekniskt svårare exempel gäller testen av *Fishers relation* (se Oxelheim 1988). En effektiv marknad bör se till att en ökning av inflationen återspeglar sig i en ökning av den nominella räntan. Dessa test har fallit väl ut i USA efter det att korrigering skett för skatternas effekter. USA anses ha effektiva finansmarknader för kortperiodiska transaktioner. I de små länderna har Fishers relation däremot inte visat sig hålla, något som förbryllat analytikerna. Oxelheims (1988) slutsats är att de lokala kreditsystemen kan vara lokalt både effektiva och ineffektiva. Det väsentliga är att det internationella kreditsystemet är effektivt och tvingar på respektive land sin realränta efter korrigering för valutarisk.

¹ Wilson - Jones (1987) beräknar att den reala avkastningen (över inflation) på en portfölj motsvarande alla "common stocks on the NYSE" var 6,6 % per år i snitt för de 115 åren 1871-1985 och att medelvärdet för delperioden 1871-1925 respektive 1926-1985 också var 6,6 %. Medan inflationen inte gör någon skillnad för den reala avkastningen för de långa perioder Wilson - Jones studerar (två 50-årsperioder), finner Wahlroos - Berglund (1986) en klart negativ och svårförklarad effekt på den reala avkastningen på en börsportfölj bestående av finska aktier för perioden januari 1950-december 1982. Den negativa effekten kvarstår både för inflationen och för förändrad inflation (olika definitioner) och för icke förväntad inflation, även efter det att hänsyn tagits till inflationens effekter på den reala ekonomin. På denna grund förkastar de Fishers hypotes och dennes uppfattning att realräntan är oberoende av inflationen. "Separability of the real and monetary sectors of the economy" föreligger således inte. Finansmarknaden kännetecknas av någon form av "inflation or money illusion" och kan därför inte vara effektiv (jfr Modigliani - Cohn 1979).

c) *Asymmetriskt fördelad kompetens*

Fallet med asymmetriskt fördelad men praktiskt taget gratis tillgänglig information har tagits som intäkt för att formulera den effektiva marknadshypotesen som ett lotteri, en stationär process. Kompetensen bestäms av om man drar en vinstlott (blir informerad) eller ej. Samma problem blir dock mycket mer kinkigt att formulera om det inte är tillgång till information som avgör utan om det i stället är kompetensen som är "tyst", knuten till människorna, och asymmetriskt fördelad. Vi kan nu inte som i teorin om effektiva marknader hoppa över företaget och låta aktiemarknaden spegla resultatet av den innovativa processen. Företaget skall i stället på det sätt som blivit alltmer vanligt i litteraturen uppfattas som ett team av människor eller en "kunskapsbank", vars innehåll inte kan säljas i lösvikt i marknaden. "Kunskapen" eller "kompetensen" speglas nu bara indirekt av företagets agerande i marknaden eller ledningens och de dominanta ägarnas köp och försäljning av egna aktieposter. Endast på detta sätt kan "information av god kvalitet" spridas i marknaden, ett förhållande som också har betydelse för hur man skall se på "insiders". I stället för ett enkelt lotteri ur vilket man drar "information" eller "inte information" måste nu en betydligt besvärligare modell tas fram i vilken människor med kompetens allokeras inom och mellan företag (Pelikan 1987).

Även denna modell kan dock ges en statistisk formulering och testas. Mig veterligt har den ursprungligen av Gibrat (1930) observerade storleksfördelningen av företag aldrig tolkats som konsekvenserna av en stokastisk process grundad på asymmetriskt fördelad, tyst och svårkommunicerbar industriell kompetens. Men en sådan omtolkning är rimlig och får indirekt stöd av resultaten i tidigare refererade studier av Simon – Bonini (1958), Engwall (1973) m fl. Simons (1955b) ursprungliga analys av egenskaperna hos den klass av fördelningsfunktioner som använts vid dessa tester var inte heller formulerad i termer av en ursprunglig fördelning av den företagsledande kompetensen. Men Simons totala författarskap gör det ändå rimligt att förknippa honom med denna tolkning, nämligen att asymmetriskt fördelad initiell kompetens leder till en sned, lotteribetonad fördelning av företagets framgång, mätt i relativ storlek. De empiriska utsagorna är dock statistiskt oskiljbara från söketeorins slutsatser (t ex Lucas 1978) att företagets framgångar kan ses som dragningar (av information) i ett lotteri karakteriserat som en stationär process.

När kompetensen är känd och dess kombinationsegenskaper specificerade är utfallsrummet givet och väldefinierat. Som i Nichols (1980) söketeoritiskt baserade simuleringsmodell (av människor med kompetens i arbetsmarknaden) kan bara en känd maximal produktionseffekt uppnås. Maximum nås om sökkostnaden är noll och sökandet kan pågå obegränsat i tiden till dess kompetenta människor och uppgifter matchats perfekt. Optimum kan, som hos Constantinides (1986), begränsas av de (antaget) *kända* sökkostnadernas storlek.

Om mängden affärskombinationer (utfallsrummet, state space) vid varje tidpunkt är obegränsat stor (utfallsrummet är "icke inventeringsbart") samt påverkas av de affärskombinationer som kontinuerligt skapas av tidigare genomförda affärskombinationer, blir det samlade produktionsresultatet beroende av *hur sökandet går till*, och därför obestämt ex ante, därför att sökkostnaderna inte är kända. Ett bra test på den experimentellt organiserade ekonomin är därför att, som i Jagréns studie (kapitel III), följa ett slumpmässigt antal företag valda ett visst år (1920) över tiden. I den experimentellt organiserade ekonomin kommer varje företag att på-

börja ett historiskt utvecklingsförlopp från en bas i en ursprungligen (kanske) slumpmässigt fördelad kompetens (det lokala kunnandet). Utvecklingsbanan vid varje steg beror av vad som hänt tidigare ("path-dependence"). Att testa denna Darwinistiska hypotes om företagets födelse, expansion och avveckling är mycket tidskrävande (se t ex Glete 1987). Över ett långt historiskt skede erhålls dock den sneda fördelning av företagsstorlekar vi diskuterade ovan. De flesta företag i det ursprungliga urvalet kommer att ha försvunnit. Några enstaka företag svarar för kohortens totala produktion, samtidigt som nystartade företag (och kohorter) svarar för en växande andel av industrisektorns totala produktion. Jagrén finner klart stöd för denna hypotes, men testet måste genomföras upprepade gånger med ungefär samma resultat för att det skall kunna åberopas i detta sammanhang. Jagréns studie är den enda som följer en stor grupp företag över ett längre historiskt skede, och som tar någorlunda hänsyn till exit och entry. Sådana studier kräver en omfattande resursinsats och vi torde därför få vänta på nästa.

Resultat, som så långt jag kan se stöder Jagréns resultat, återfinns vi i en serie artiklar i juni-numret 1987 av *The Journal of Industrial Economics*. Studierna verkar väl strukturerade, och vad som går att göra för att kontrollera för urvalsbias verkar ha gjorts. Först testas Cohen – Levin – Mowery (1987) den äldre Schumpeters teori om den rutiniserade forskningens innovativa effektivitet. De observerar sina egna tidigare (Cohen – Levin – Mowery 1985) resultat, nämligen att FoU-intensitet och "innovative performance" först ökar och sedan minskar med koncentrationen i industrin, samt att all marknadskoncentration inte ger positiva FoU-och innovations-effekter.

I sin nya (C-L-M 1987) studie förkastar de hypotesen att FoU-intensiteten ökar med företagets storlek – en i litteraturen omhuldad hypotes. Hall (1987b) finner däremot inget stöd för den traditionella hypotesen att en negativ korrelation existerar mellan företagets storlek och tillväxt (i sysselsättning). På företagsnivå verkar tillväxten i sysselsättningen från år till år vara i det närmaste oförutsebar och oberoende av företagets historia. Hall tolkar detta som att Gibrats lag, att tillväxten är oberoende av storlek, skall förkastas. Så långt är dessa resultat alltså förenliga med den unge Schumpeter (1912) och Jagréns resultat i kapitel III, dvs med vår hypotes om den experimentellt organiserade marknadsekonomin, även om testen är skäligen indirekta och svaga. Evans (1987) resultat att sannolikheten att företaget går under minskar med företagets ålder behöver inte motsäga vår slutsats; särskilt om gamla företag är stora och finansiellt starka. I så fall behövs Jagréns längre historiska perspektiv för att fånga livscykeln hos de företag som lyckats bli gamla. Evans finner dessutom att tillväxten avtar med storleken.

Den Jagrénska analysen anger tidsdimensionen hos företagets livscykel till minst 50 år. Denna tidsdimension bör därför även gälla den teori som skall fånga dynamiken i företagets etablering, expansion och avveckling i den experimentellt organiserade ekonomin, inte perioder på 5-10 år som i de ovan refererade studierna. I ett 50-årsperspektiv kan man inte utan statistiskt-matematiskt fusk transformera bort alla individuella utvecklingsstigar som är historiebestämda, då alla företags årliga innovationsvinster ($= \epsilon$) kan representeras av en stationär process. Hur vi skall förfara i ett ännu längre tidsperspektiv, där praktiskt taget alla företag hinner födas och dö, eller först bli (mycket) stora och dö under ett till flera århundranden (se *De svenska storföretagen – en studie av internationaliseringens kon-*

sekvenser för den svenska ekonomin, op cit) får vi ta ställning till i ett annat sammanhang. Tills vidare står sig i alla fall hypotesen om den experimentellt organiserade marknadsekonomin.

d) Antag att marknaden är effektiv

En effektiv marknad är effektiv på att genomlysas (vara informerad om) den underliggande reala produktionsprocessen, så att den effektiva avkastningen i aktiemarknaden på industriella placeringar (i en starkt effektiv marknad) väl återspeglar den underliggande reala, vinstskapande produktionen (Economic fundamentals). Om man – som i den halvpolitiska diskussionen om ”mergers” och ”raiders” – i argumentet använder antagandet om effektiva marknader som en prior (se avsnitt 5.1.2 ovan) antar man också att denna ett-till-ett spegling sker (starkt) effektivt. Medan Summers (1986) kritiserar tesen om en effektiv aktiemarknad, använder Cutler – Summers (1987) samma metod (läs antaganden) för att göra mycket precisa kalkyler av kostnaderna för konflikten mellan Texaco-Pennzoil. Metoden är mycket intressant, och kalkylen är synnerligen intressant, men deras antaganden håller knappast måttet om man skall tro Summers (1986) slutsats, som ej refereras.

Cutler – Summers (1987) använder ”event”-metoden av Fama – Fisher – Jensen – Roll (1969), Fama (1970) etc för att utvärdera effekterna. En traditionell β -analys (”the efficient market model”) utförs på vardera Pennzoil och Texaco för att få en referens, mot vilken förändringar i marknadsvärdet på grund av olika ”nyheter” från förhandlingsprocessen skall kunna beräknas. Goda nyheter för Texaco bör speglas i form av en höjning av Texacos börsvärde och en sänkning av Pennzoils aktievärden och vice versa. Om marknaden är effektiv, som Cutler – Summers antar, bör effekten dels ta hänsyn till all tillgänglig information, dels vara synergistisk, efter korrigering för transaktionskostnader (advokatarvoden etc). De finner under dessa antaganden att värdeläcket för den pågående processen är enormt. Bara 30 cent av varje dollar som Texacos aktieägare förlorar dyker upp som en vinst hos Pennzoils aktieägare. Konflikten – beräknar C-S – har reducerat det samlade värdet av de två företagen med \$2 miljarder. Bara en del av den värdeförlusten kan förklaras av direkta konfliktkostnader (advokater, rådgivare etc). Resten måste ha att göra med störningar, särskilt i Texacos produktionsprocess, t ex att risken för betalningsinställelse gjort att Texaco tvingats betala kontant för leveranser av insatsvaror. Men förutsättningen är att marknaden på ett kompetent (effektivt) sätt speglar effekterna på bägge företagens reala drift. Större delen av den beräknade effekten kan ju också vara en spegling av en asymmetrisk fördelning av de risker som är förenade med hela affärens fortsättning och upplösning, dvs marknaden är inte så effektiv att denna typ av kalkyler kan göras.

5.2.2 Bestämmer riskspridningsmotivet marknadernas institutionella organisation?

Detta avsnitt koncentreras till distinktionen mellan ägaren som finansär, risktagare och kompetensutövare och den betydelse förändringen i sammansättningen av dessa roller har för marknadernas institutionella organisation. Den relativa betydelsen av dessa roller beror av ekonomiska

faktorer.¹ Genom att behandla dessa tre kategorier i ett sammanhang sammanförs en rad problem – förmodligen alltför många – som i litteraturen normalt behandlas separat. Vi diskuterar här empiriska studier om *ägar-koncentration, pilotinnehav, diversifiering av (företagets) verksamhet, konglomeratbildning samt intern organisation av företagets informations- och beslutssystem i ett sammanhang*. Jag ber därför läsaren hålla tungan rätt i munnen, när vi nu tar alla dessa frågor på en gång. Avsikten är att belysa vad den empiriska litteraturen har att säga om *ägarnas organisatoriska kompetens på företagets nivå*. Större delen av denna empiriska analys sker i ett statistiskt portföljvalsteoretiskt perspektiv.² Vi börjar med ägandets fördelning.

a) Ägandets fördelning

Begreppet *separation av ägande från kontroll* har sitt ursprung i Berle – Means (1933). Modern portföljvalsteori gör ägandet mindre intressant ur kontrollsynpunkt och betonar i stället riskspridning (försäkringsaspekten; se Fama 1980, m fl) samt aktiemarknaden som en marknad för företagskontroll (Manne 1965).

I motsats till den renodlade marknadssynen har vi i denna skrift betonat den till en grupp dominant ägare koncentrerade kompetens som kan utövas via kontrollerande ägarpositioner – utövande av "voice" snarare än "användande av fötterna" för att använda Hirschmans (1970) terminologi – t ex när det gäller att radikalt förändra ett företags strukturer.

Grossman – Hart (1980, 1987) hävdar att "outsiders" utan en dominant andel i ett företag med spritt ägande aldrig skulle försöka ta över verksamheten för att förbättra den. Om förbättringsplanen förstods av alla övriga aktieägare (den starkt effektiva marknadshypotesen) skulle ju de (dvs marknaden) kräva värdet av förbättringen i utbyte för aktierna. Därför blir övertagandet och förbättringen i starkt effektiva marknader inte av, eftersom de kompetenta ägarna inte kan gå in och "utöva sin kompetens". Grossman – Harts resultat beror dock (observera!) på antagandet om atomistiskt ägande, dvs ett *oändligt* antal ägare. Teorin kan inte testas. Ändras detta antagande till ett *ändligt* antal (det är allt som behövs), så vänds resultaten. En "övertagare" kan via marknaden ta över utan att förlora hela vinsten från övertagandet (Bagnoli – Lipman 1987). Det räcker med en "aning" imperfekt marknad för att vända resultaten och i en mycket imperfekt marknad kommer den högsta ledningen i ett företag ofta att (råka) vara klart mindre kompetent än många av marknadens aktörer.

Vem bevakar ("monitors") företagsorganisationen och avsätter respektive tillsätter kompetent ledning? Varför sköter inte marknadens den upp-

¹ Därmed har vi i min tolkning (Eliasson 1986a) fört in Åkermans (1950) endogenisering av marknadernas institutionella organisation som en del av ägarkompetensens utövande.

² Det dynamiska perspektivet kommer senare under fusionsavsnittet (5.2.3). Jag upprepar för andra gången att denna uppdelning är teoretiskt oacceptabel. Om förändringar i ovan nämnda avseenden (risk-, kontroll- eller kompetenssammansättning) ger synergistiska effekter – vilket vanligtvis är själva idén bakom sådana förändringar – håller inte logiken bakom portföljvalsanalysen. Se Mossin (1966).

giften? Om den ursprunglige ägaren sitter på poster med röststarka aktier kan differentierad rösträtt vara ett skäl till att marknaden inte får kontroll över ett illa skött företag (Grossman – Hart 1987). Vi återkommer till de samhällsekonomiska effekterna av detta nedan). Å andra sidan underlättar differentierad rösträtt övertagandet, om övertagaren kan komma över de röststarka aktierna. Stora kontrollposter bör därför representera ett högre värde i marknaden än lösa aktier för den som ser möjligheten att genom omorganisation eller byte av ledning åstadkomma synergivinster. Att ”kontrollposter” av marknaden ofta värderas högre än vad utdelningen och vinsterna motiverar, jämfört med aktier med lägre rösträtt, har visats i ett flertal studier, t ex de Angelo – de Angelo (1985), Loderer – Zimmermann (1985), Rydqvist (1986) etc.

Shleifer – Vishny (1986a, b) visar att stora ägare kan åstadkomma förbättringar genom att byta ledning eller ”ta över” företag. De får då kompensation här för genom kapitalvinster på sina egna aktier. De stora ägarna har däremot – i motsats till de små ägarna – ofta en skatte- och finansieringsbild att ta hänsyn till. De dominanta ägarna kan därför genom sin position kräva kompensation i form av utdelningar i stället för i form av kapitalvinster, som (åtminstone i USA) gynnar de små ägarna relativt mer (Black 1976).

Hög ägandekonzentration i ett till få verksamheter och marknader koncentrerat företag innebär hög riskexponering för ägarna. Denna exponering kräver i sin tur en hög ex ante kompetens på företagets ägande- och ledningsnivåer. Spridning av risker kan dock från denna extrema position ske på många sätt. Investerarna sprider sina privata portföljer eller satsar i investeringsbolag. Företagen själva differentierar sin verksamhet för att uppnå intern riskspridning. *Konglomeratbildning* är ett sätt att sätta intern riskspridning i system.

Demsetz – Lehn (1985) fann inget positivt samband för det av Berle – Means (1933) postulerade sambandet mellan ägarkonzentration och lönsamhet. Däremot observerade de (se även Demsetz 1986) att olikheter i ägarkonzentration motsvarades av fördelar av, och kostnader för att övervaka högsta ledningen. Övervakningen sköts vanligtvis av de stora aktieägarna som också är aktiva när det gäller förändringar i management etc (Schleifer – Vishny 1986b samt Morck – Schleifer – Vishny 1986).

Konzentration av verksamheten (i motsats till diversifiering) höjer företagets specifika risknivå och tenderar att motivera investerarna att söka bli dominanta ägare. Demsetz – Lehn (1985) förklarar denna ökade koncentration med *dels* behovet av rakare kontroll av företag med hög specifik risk, *dels* den fördel den dominante ägaren får av att vara bättre informerad. ”Insider trading profits” blir alltså en betalning för att dessa ägare tar på sig högre risk och utövar mer kompetent kontroll (jfr Shleifer–Vishny 1986b ovan).

Att koncentrerade ägargrupper genom övervakning av företagets ledning tvingar på företagsledningen ett värdemaximerande beteende, konstaterar Leech (1987b), har varit ett standardantagande i litteraturen. Likaså har standardföreställningen varit att många små, spridda ägare har svårt att ordna motsvarande övervakning och kontroll genom att organisera effektiva ”aktieägarföreningar” (”voting coalitions”). Framväxten av stora institutionella ägare håller – som Aoki (1983) påpekat – på att ändra denna bild. Stora ägare kan inte ”gå ur företaget” genom att sälja av, utan att trycka ned priset. Marknaden är inte djup (dvs effektiv) nog att klara massiva utförsäljningar. De stora ägarna blir ”inlåsta” och tvingas att di-

rekt engagera sig i företagets ledning för att tvinga fram effektivitet och säkra värdet på sina placeringar. Denna typ av övervakning genom få, stora ägargrupper med liknande intressen är också kostnadseffektiv vad gäller övervakningens informationskostnader.

Men i ett växande företag med lönsamma investeringsprojekt kommer den existerande, kontrollerande ägargruppen så småningom inte att kunna bidra med resurser för fortsatt expansion. Den har att välja mellan å ena sidan fortsatt kontroll och å den andra snabbare tillväxt. I ett sådant perspektiv är det bättre, konstaterar Leech (1987a), med en effektivt fungerande marknad med "raiders" än med en dominant ägargrupp. Raidern kan uppträda som katalysator när det gäller att skapa endogena bildningar av "aktieägarföreningar" ("voting coalitions") som övervakar och stressar upp företagets ledning. Leech (1987b) visar sedan på data för de 200 största ("nonfinancial") företagen i USA 1937 att små koalitioner av kontrollerade ägargrupper var möjliga i de flesta företagen. Samma data stöder inte heller hypotesen om den vanligt förekommande separationen mellan ägande och kontroll.

Pilotinnehav hos högsta ledningen utgör en speciell form av koncentrerad ägarmakt, där ledningens unika information kombineras med möjligheten att kontrollera företaget och göra kapitalvinster på kombinationen av information och ägande. Pilotinnehav signalerar dessutom till andra ägare (marknaden) kompetens och "tro på sig själv", som förhoppningsvis bör (allt annat lika) höja marknadens värdering av alla aktier. Denna "gisslansituation" bör också effektivt tvinga fram det "vinstmaximeringsbetende" som är i alla ägares intresse, en tes som ursprungligen härrör från Berle – Means (1933) men som också framhållits av Jensen – Meckling (1976), Demsetz (1983) och Fama – Jensen (1983), samt Leech (1987a) ovan. Empiriska studier har dock icke givit något klart förväntat, positivt utslag av pilotinnehav på lönsamheten (se Bjuggrens kapitel).

Morck – Shleifer – Vishny (1986) som i stället för effekter på vinsten studerat effekten på marknadens värdering av företagets substans, q-värdet (se vår diskussion ovan i avsnitt 4), finner dock att värderingen (effekten) av pilotinnehav (som Demsetz 1983 och Fama – Jensen 1983 poängterar) först – för små innehav – ökar. Marknadens uppskattning av pilotinnehaven minskar dock allteftersom de ger ledningen och de dominanta ägarna så stor rösträtt att de kan strunta i marknaden. Även Bjuggren får i sitt kapitel VI ett signifikant positivt utslag för q-värdet för pilotinnehav i skogsindustrin, medan samma positiva effekt saknas för vinsten.

Koncentrerat ägande i ett företag som sysslar med en lång rad heterogena produktionsverksamheter kan i en väl fungerande marknad bara existera om koncentrerat ägande, som vi diskuterat ovan, ger en överlägsen – över marknaden – kontroll som i sin tur överglänser marknadens förmåga att koordinera produktion och hantera risker. Detta är Coases (1937) ursprungliga förklaring av företagets existens. I effektiva marknader (och läsaren ombeds vara vänlig att tillåta den termen) kommer sådana monopolitiska konglomerat att brytas sönder. Marknaden kan i sådana fall både utöva kontroll och koordinera produktionen. Stora företag behövs bara om väldiga skalekonomier råder i produktionen.¹ Låt oss därför titta närmare på produktionens (inte ägarnas och kontrollapparaters) organisation.

¹ Se *Att rätt värdera 90-talet – IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit, kapitel VII.

b) Företagets interna organisation

Divisionalisering (M-form) eller bolagisering är en metod att förbättra de interna mät-, rapporterings- och kontrollsystemen, så att effektiviteten i vinstmotiverad samordning av heterogena verksamheter kan upprätthållas, trots att högsta ledningen inte besitter specialistkunskaper på alla områden. Konglomeraten representerar därför en speciell, industriell kompetens, nämligen central distanskontroll och samordning av stora, heterogena företagsorganisationer (se Eliasson 1976).

En mycket omfattande litteratur har behandlat frågan om de relativa för- och nackdelarna av koncentrerat ägande och koncentrerad industriell verksamhet å den ena sidan, och spritt ägande och diversifierad verksamhet å den andra. Jag har försökt att ur litteraturen få ett grepp om effektivitets- och lönsamhetseffekterna av *valet mellan å ena sidan riskspridning via marknaden (decentralisering) och å den andra central kompetensutövning genom koncentrerade aktieinnehav hos dominanta ägare*. Återigen stöter vi på problemet att de empiriska studierna utgått ifrån en snäv klass partiella, statistiska portföljvalsmodeller. Hänsyn tas inte till förekomsten av industriell kompetens, utöver den överblick som mekanisk planering kräver. De undantag som finns gäller analys av intern koordinering av konglomerat och bankgrupper. Om synergieffekter på lönsamheten från företags samgående, som alltid tar decennier att uppnå – om de uppnås – tolkas genom den statistiska portföljvalsmodellen applicerad på tvärsnittsdata, eller på data för korta perioder, kan resultaten bli vad som helst. De skiftar också godtyckligt fram och tillbaka mellan de olika studierna. Egentligen borde därför referatet nedan inte göras.

Medan studier på engelska och amerikanska företag visar att de förbättringar i de interna informations- och kontrollsystemen som divisionalisering (M-form) innebär ger positiva vinsteffekter (Steer – Cable 1978, Armour – Teece 1978, Thaler 1981 etc)¹, så är resultaten mer varierande när det gäller medveten riskspridning genom diversifiering och konglomeratbildning.

Jahera – Lloyd – Page (1987) påpekar mycket korrekt att i perfekta marknader är det ingen idé för företag att diversifiera. Investeringarna kan själva sköta sin riskspridning. Litteraturen från 60-talet och tidigt 70-tal pekade också mot att ren konglomeratisering för att uppnå koordineringsfördelar inte var någon särskilt lysande affär (för en bra översikt se Rydén 1971). De ekonometriska metoderna i dåtidens studier var dock grova och – från dagens horisont – av tveksamt värde, när det gäller just denna typ av resultat.

Jahera – Lloyd – Page (1987) finner trots sina teoretiska slutsatser – liksom också Michel – Shaked (1984) – ett positivt samband mellan intern diversifiering och lönsamhet. Weston – Smith – Shrieves (1972) konstaterar från test av en CAP modell att konglomeraten håller en högre avkastning än "Mutual Funds" genom sina systematiska riskåtaganden – något som vi skulle kalla en kompetenseffekt. Konglomeraten tog större risk och fick betalt härför, men de klarade inte en högre avkastning i andra avseenden, något som skulle kunna förklara Michel – Shaked (1984) förbryllande ob-

¹ Tydligt (Se Cable – Dirrheimer 1983) utgör tyska företag ett undantag härvidlag, något som C-D förklarar med hänvisning till "certain legal and institutional features". Se vidare nedan om "industri banker".

servation att företag som diversifierat "into unrelated areas", dvs som uppträder som rena "försäkringsbolag", uppnådde bättre vinstresultat än de som diversifierade in i "predominantly related businesses". På samma grunder kan man förklara resultaten (se t ex Huntsman – Hoban 1980) att förräntningen hos "venturekapitalister" är mycket hög. De får nämligen betalt för sitt risktagande, en verksamhet som måste ha utövats med kompetens.

Weston – Mansinghka (1971) fann att konglomeraten höjde avkastningen på totala tillgångar upp till medelnivån för alla företag. Smith – Weston (1977) konfirmerar till sist dessa resultat, nämligen att konglomeraten efter justering för risk inte klarar ("kräver och uppnår") en bättre lönsamhet än andra företag och portföljer. Det kan här vara på plats att skilja mellan vad Bradley – Desai – Kim (1983) kallar "synergi-" och "informationseffekten". Synergieffekter uppstår när nya operativa lösningar införs (se nästa avsnitt om företagets dynamik). Dessa ligger utanför den statiska portföljvalsmodellen. Informationseffekten handlar om att marknaden eller management blir bättre informerade om faktiska förhållanden ("fundamentals") och justerar portföljstrukturen därefter. En fråga vi bör hålla i minnet vid läsningen av de följande sidorna är om man överhuvud taget kan tänka sig diversifiering och konglomeratbildning utan att åtminstone ex ante förutse möjligheten av synergistiska effekter av något slag. I så fall ger följande sidors ekonometri på statiska portföljvalsmodeller upphov till felaktiga tolkningar.

Tydligt har riskspridande konglomeratbildningar erhållit en högre förräntning på sitt kapital än mera koncentrerade företag. Samtidigt observerar vi hur de svenska företagen under 70-talet skadat av omaka verksamheter inklusive – skulle somliga hävda – långsiktiga utvecklingsprojekt. Återgång till den "läst" som sedan länge uppbyggd kompetens definierar har visat sig vara lönande. AGA, Sandvik, Electrolux och ytterligare ett antal svenska storföretag har "strukturerat ned" sig på detta sätt. Samma utveckling har under denna period också kännetecknat företag i USA. Hur stämmer detta med rapporterade ekonometriska resultat? Är ad hoc observationer inte representativa eller har tveksamma modeller testats?

För det första gäller att de ekonometriska resultaten i allmänhet är bundna till perioden före 70-talets kriser. De kanske skulle vändas i sin motsats om de gjordes om på senare data.

Utöver detta gäller att koncentrerad verksamhet dels innebär större specifik risk, dels (se Demsetz 1986) ställer större krav på koncentrerad, hård övervakning av dominanta ägare. Kanske har inte denna hårda övervakning tidigare fungerat så väl. Som en konsekvens har det under 80-talet blivit relativt sett lönsamt för "raiders" att gå in och stycka upp diversifierade företag. Denna slutsats strider inte mot ovan redovisade resultat, bara mot tolkningen. Dåligt fungerande kapitalmarknader gjorde *tidigare* riskspridning inom företag (diversifiering) lönsam. Har den effektiva kapitalmarknad som somliga anser har utvecklats under 80-talet gjort att marknaden sköter riskspridningen bättre än företagens administratörer? Den dominante ägaren kan – om han tror sig veta bättre – komma in och utöva sin specifika kompetens genom att ta högre specifika risker.

Den bild om framtiden som denna översikt av litteraturen ger är för det *första* att det är svårt att föreställa sig ett konglomerat som byggts upp kring rena koordineringsfördelar. I allmänhet verkar synergistiska effekter av det ena eller andra slaget, inklusive de positiva effekter som byten av management åstadkommit, ligga bakom vad som ibland synes vara rena

diversifieringseffekter.¹ För det *andra* medför vad som ex ante kan se ut som positiva effekter inte alltid ett positivt utfall.

I en mycket ytlig mening är detta en variant på Arrows (1975) betoning av den bättre information som uppnås genom bättre kommunikation i vertikalt integrerade företag. Det är bara det att vi med kompetensutövning menar någonting mycket mer än att vara "mer informerad om kända fakta".

Jag tror alltså inte att man kommer längre med en ytterligare kritisk granskning av de empiriska studier som gjorts. Problemet med dem alla är att de var och en testas eller upprepar tester av olika mycket speciella (partiella) delar av den större teorikonstruktion för en processekonomi som ännu inte formulerats. Hypoteserna verkar på ytan mycket klara och väldefinierade, men de hänger i luften om de inte sätts in i sitt större dynamiska sammanhang. Detta har sällan gjorts, varken formellt eller verbalt, tyvärr!

Alla empiriska studier som jag sett är mycket snälla mot den egna hypotesen. Ett exempel är den omtolkning av diversifieringshypotesen som jag just gjort. Man skulle kunna säga att det är OK att med dålig teori som grund med djärv empirisk analys bana ny teoretisk väg. Ny teori bör prövas under generösa testbetingelser, men i gengäld på många företag och nytt material. Men nationalekonomins grundläggande centralteori, som genomgående och utan närmare motivering ansätts partiellt, *skall tåla hårda testförfaranden* om den används som grund för empirisk forskning, särskilt empirisk forskning om dynamiska företeelser. Annars kan den inte göra anspråk på sin centrala ställning och den tolkningsfördel den får i litteraturen. Man skulle därför kunna sluta genom att säga att det oöverskådliga utfall av teoretiska och empiriska slutsatser vi rapporterat egentligen kan sammanfattas i en slutsats, nämligen att alla "bits and pieces" förkastats till förmån för den sammansatta totalmodell för den experimentellt organiserade ekonomin som jag förordar. Om därför alla dessa begåvade människor i stället för att skriva snabba artiklar om små partiella problem tillsammans hade satsat på ett rejält vetenskapligt jobb, hade vi vetat mycket mer om den institutionella organisationens betydelse för industriell utveckling än vad denna översikt kan visa upp. Här har vi potentialen för synergieffekter!!

c) *Interna vs externa kapitalmarknader*

Den historiskt betydelsefulla bankgruppsorganisationen av företag (t ex Wallenberggruppen) utgör en ekonomiskt viktig och teoretiskt intressant hybrid mellan det diversifierade men centralt styrda storföretaget och en blandekonomisk marknadslösning. Bankgruppsorganisationen illustrerar även hur endogen institutionell förändring åstadkoms av den fortgående marknadsprocessen. Den kombination av kompetens och möjligheter till

¹ Larson (1987) kommer till samma resultat i sin preliminära genomgång av den företagsorienterade litteraturen. Om slutsatsen är korrekt blir uppdelningen av den empiriska redogörelsen på (b) och (c) (nedan) felaktig. Vi kan glömma redogörelsen under (b) och gå direkt till (c), där vi å andra sidan inte heller får särskilt mycket hjälp.

koncentrerad påverkan som gruppen företag kring Stockholms Enskilda Bank representerade anses också vara en viktig förklaring till svensk industris snabba och effektiva transformation under efterkrigstiden, från en råvarubaserad bulkproducent till en bas i avancerad produktteknologi (Eliasson 1980b).

Kapitalmarknadens organisation påverkar såväl hur kvasiräntor skapas som hur de fördelas. Framför allt avgör kapitalmarknadens organisation hur information sprids samt hur risker och osäkerhet uppfattas. Kapitalmarknaden kan vara såväl intern och administrativ som en extern konkurrensmarknad. Divisionaliseringen av företag har normalt uppfattats som en administrativ teknik syftande till att på "syntetisk väg" föra in vissa av konkurrensmarknadens funktioner i företagen. På detta sätt kan en effektivare intern lönsamhetskontroll uppnås och därmed också en effektivare intern resursanvändning. Mellan denna organisation av de interna kapitalmarknader som bl a kännetecknar konglomeraten och den fragmenterade marknadslösningen, där varje division så att säga var sitt eget företag, återfinns industribanksgruppen som en organisatorisk hybrid.

Den bredare organisatoriska variant på konglomeraten som industribankerna utgör möjliggör överblick och samordning utan att flexibiliteten går förlorad. Eftersom denna kombination av centralstyrning och flexibilitet innebär en mycket koncentrerad form av central ägarkompetens, ofta baserad på minoritetsägande hos de kontrollerande ägarna, passar några referenser från litteraturen på detta område väl som inledning också till litteraturen om dynamiken bakom företagens omstruktureringar¹. En fördel med bankgruppens organisationsform, särskilt innan modern, elektroniskt baserad kommunikationsteknik blev tillgänglig, var att mycket stora affärsorganisationer kunde hållas samman centralt som finansiellt kontrollerande, vinstorienterade enheter med decentraliserat operativt ansvar.²

Inom en bankgrupps finansiella ramar skapas en intern kapitalmarknad. Gruppen som helhet får formen av en löst sammanfogad koncern (en finansiell beslutsenhet) inom vilken synergieffekter i princip kan uppnås genom organisatoriska omstruktureringar samt genom att finansiella resurser för investeringar fördelas effektivt. Schumpeteriansk effektivitet vad gäller organisationen och dynamisk effektivitet vad gäller investeringarna (se Eliasson 1985b, s 15f) kan därför uppnås till ett minimum av störning vad gäller den statiska driftseffektiviteten. Detta följer av att de i gruppen ingående driftsenheternas produktion inte behöver utsättas för centraliseringens nackdelar.³ Den centrala kontrollen kan utövas genom central lönsamhetskontroll, vilket gör det möjligt att delegera driftsbesluten. De gamla handelshusens roll som fostrare av industriell verksamhet har beskrivits (Samuelsson 1951). I andra sammanhang har det centrala huvudkontorets roll

¹ Denna "översikt" är inte på långt när komplett, eftersom litteraturen framför allt består av ett mycket stort antal ekonomisk-historiska specialstudier av företag.

² Efter en lång period av centralstyrningsideologi i managementlitteraturen är det intressant att se (*Hur styrs storföretag? En studie av informationshantering och organisation*, op cit, s 67f) hur en återgång mot hård central vinstkontroll kombinerad med mycket delegerad operativ kontroll har ägt rum.

³ Se i *Att rätt värdera 90-talet - IUIs långtidsbedömning 1985*, op cit, s 105.

i konglomeraten, eller enbart storföretagen som övergripande investeringsbolag och affärsbank, betonats (Eliasson 1976). Handelshus och storföretag kan etablera direkta ägarrelationer med de ingående enheterna. Divisionalisering och, under senare år, bolagisering har redan fått illustrera detta.

Som vi tolkat de empiriska studierna ovan har rena konglomeratbildningar utan synergieffekter inte visat sig vara särskilt lönsamma efter det att vinsten korrigerats för ersättning för risktagande. Den trygghet som försäkring ger kostar i form av lägre vinster.

Huruvida den rena koordineringseffektiviteten minskar är dock en annan, betydligt mer svårtestad fråga. Man kan ställa frågan om den lägre korrigerade lönsamheten i stora konglomerat speglar företagets benägenhet att göra långsiktiga satsningar, som ger positiva vinsteffekter bortom de empiriska studiernas tidshorisonter. Finansiellt starka storföretag, med diversifierad verksamhet, ger nämligen en teoretisk möjlighet till isolering från den effektiva aktiemarknadens utpressning och korta vinsthemtagning; detta förutsett att dessa positiva långsiktseffekter inte äts upp av den administrativa ineffektivitet som normalt följer med storlek och heterogenitet i den interna verksamhet som skall koordineras administrativt. Fama, Jensen m fl skulle förkasta denna möjlighet med argumentet att det i effektiva marknader alltid finns några (tillräckligt många) placerare som finner det lönsamt att placera långsiktigt.

Den intressanta frågan är om fördelarna med de stora konglomeratbildningarna reducerar sig till riskspridning och möjligheten att åstadkomma interna synergieffekter (synergihypotesen), medan planerarens informationsöverblick (informationshypotesen) inte står sig.

Cable – Dirrheimer (1983) konstaterar att medan de amerikanska och engelska företag som strömlinjeformat sina ansvars- och kontrollsystem genom att divisionalisera företaget enligt en lång rad studier lyckats höja sin lönsamhet, så verkar motsatsen ha inträffat i Västtyskland.

I Västtyskland får bankerna direkt äga aktier i företag. Som en konsekvens av detta (Cable 1985) dominerar banklån i företagets extern skuldsättning, och externa marknader för industrifinansiering existerar knappast. Cable och Dirrheimer hänvisar därför till "vissa legala och institutionella faktorer" i Tyskland, bl a bankernas ägande. Stora affärsbanker, som kan utöva direkt managementkontroll som ägare, borde t ex kunna ta på sig mycket långtgående ägarengagemang. Cable (1985) prövar vidare enligt sina och Dirrheimers hypoteser och finner stöd för hypotesen att den interna kapitalmarknaden inom bankgruppen höjer de tyska företagets vinstresultat. Men han tolkar tyvärr felaktigt, tror jag, detta som resultatet av central planering i form av bättre överblick. Samtidigt pekar dock Cable på den kombination av flexibilitet och driftseffektivitet som bankorganisationen möjliggör. De jämförande testen är dock inte formellt perfekt genomförda. Hypotesen är alldeles för komplex för att möjliggöra detta.

I vissa avseenden liknar de tyska industribankgrupperna de amerikanska storföretagen när det gäller intern samordnande kontroll (se Eliasson 1976). Företagen rapporterar till bankerna, som besätter styrelseposter och utövar sin röst- och kontrollrätt. Inom bankgrupperna kan, liksom inom storföretagen, asymmetrin i informationens fördelning minimeras och räntabiliteten höjas. Bankgruppernas mera lösa organisationsform bör minska den byråkratiska tröghet som utvecklas i de centralstyrda amerikanska storföretagen (Hayes – Abernathy 1982), och som tycks ha drabbat GM i sådan omfattning att inte ens inhyrningen av en entreprenör, Ross

Perot, som dominant ägare förmådde knäcka byråkratin. Perot stöttes ut (se Business Week, April 14 1986, s 81, och December 15 1986).

Att överföra Cables och Dirrheimers resultat till de svenska företagen är dock nästan omöjligt. Dessa liknar mera de tyska bankgruppsorganisationerna, med den väsentliga skillnaden att banker i Sverige inte får äga aktier direkt i industriföretag. Under 70-talet har de svenska industriföretagen visat upp en unik kombination av flexibilitet och driftseffektivitet. Vi kan inte avgöra om det är möjligheten att åstadkomma strukturförändringar inom gruppen eller om det är bankgrupperingens bättre koordineringseffektivitet som förklarar detta. För detta krävs en modell som förklarar hur intern informationshantering och beslut är organiserade, något som Cable inte har. Han tvingas därför hänvisa till en annorlunda industriell kultur i Västtyskland för att förklara avvikelserna.

5.2.3 Var finns teorin och empirin om företagens övertagande, samgående och upplösning – stabilitetsproblemet¹

Teorin om företagets interna förändringar måste med nödvändighet ta sin utgångspunkt i teorin om företaget. Denna har sedan mycket länge varit den "anemiska" föreställningen om företaget som en "glorifierad vinstmaximerande maskin" (Hart 1987) som studenter vid västerlandets universitet plågats med. Praktiskt taget ingen uppmärksamhet har ägnats frågan om hur produktionen är organiserad inom företagen, om vi bortser från den statiska frågan varför företaget existerar (Coase 1937, Alchian – Demsetz 1972, Radner – Marschak 1972, Radner 1986a fram till "principal-agent"-litteraturen). Den finansvetenskapliga litteraturen om "mergers" och "acquisitions" grundad på teorin om effektiva marknader har vuxit fram ur denna tradition. Parallellt finns en organisationsteoretisk litteratur, som också härrör ur företagsekonomi, samt hela "industrial organization"-litteraturens behandling av samma fråga, i första hand utifrån anti-trustlagstiftningens problematik. Finanslitteraturen betonar de (i marknaden) värdeskapande effekterna av företagens samgående och upplösande. Den företagsekonomiskt baserade litteraturen har en normativ orientering om "strategi och val av organisationsform". Industrial Organization (I/O)-litteraturen å sin sida härrör liksom finanslitteraturen ur den klassiska jämviktsmodellen. Företaget introduceras som en bunt ofullständiga kontrakt, en hierarki, inom vilken transaktionskostnadseffektivitet gentemot marknaden upprätthålls (Williamson 1975) eller en monolitisk, hierarkiskt ordnad finansiell organisation med ägarna längst upp. De senare bidrar med kompetens och risktagande (Eliasson 1976, 1985b).

Olika metodologiska utgångspunkter styr både problemformulering och resultat, även om en konvergens mot "synergihypotesen" sedd i motsats till "informationshypotesen" synes äga rum.²

Den statiska metod som dominerar den teoretiska litteraturen förklarar den struktur vi funnit hos den empiriska finanslitteraturen. Å ena sidan har vi tvärsnittsstudier baserade på portföljvalsteorin i vilken företagens lön-

¹ Jag har haft stor hjälp av Sten Nyberg vid genomgången av denna "litteraturmassa".

² Som Larson (1987) observerar från sin betydligt bredare genomgång av särskilt den företagsekonomiska litteraturen.

samhet och värden kopplas till olika former av uppmätta interna och externa karakteristika (avsnitt (b) ovan). Å andra sidan har vi studier (särskilt under senare år) som går direkt på de värdeskapande effekterna av företagssamgåenden och upplösning, och som åtminstone indirekt fångar de yttre konsekvenserna av företagets inre dynamik. Slutligen har vi en mindre traditionsbunden *Schumpeteriansk* litteratur som studerar exit- och entry-problematiken, företagets investeringar och kapacitetsuppbyggnad samt företagets interna omstruktureringar.

Orsaken till det växande intresset för företaget och dess förändringar är den våldsamma utveckling på området som verkligheten stått för under 80-talet.

Schizofreni kännetecknar även dispositionen av detta avsnitt. Det flöde av blandad (!) empirisk och teoretisk litteratur som just nu väller upp ur de amerikanska universiteten och forskningsinstituterna har delvis kopplat loss från "mainstream economics" och presenterar en våldsamt fragmenterad bild av synpunkter och aspekter på verkligheten. Allt detta kan omöjligt samlas i en sammanhållen meningsfull teori. Låt mig som exempel ta de mycket detaljerade anställningsrelationer inne i företagen som delar av "principal-agent"-litteraturen sysslar med (t ex Holmström – Ricart i Costa 1986). De kommer aldrig att kunna ställas i ett meningsfullt förhållande till takeover-litteraturens grova vision av företagets marknadsinducerade strukturförändringar även om viss principiell gemenskap finns, t ex förmågan att designa interna anställnings- och karriärfilter så att företagen får en grupp av kompetent folk för just de senare besluten (Eliasson 1987b). Inte heller företagen klarar dessa interna relationer simultant. De först nämnda "principal-agent"-problemen är ofta delegerade till personalavdelningen. Den högsta ledningen vill och bör inte befatta sig med dem. Helt korrekt blir därför ett företag mer än ett "nexus of incomplete contracts" (ett knippe av ofullständiga kontrakt). Teorin om företaget måste förklara hur "knippet av kontrakt" bildas och tillämpas på alla nivåer.

Vi saknar alltså för närvarande den begreppsapparat som en syntes av de empiriska studierna kräver. De förblir, utöver det försök jag här gör, fångade i sina ad hoc modeller, som endast med stora svårigheter kan jämföras med varandra, även om en "totalmodell för företagets inre dynamik" sakta håller på att ta form. Därför får läsaren allting på en gång, med den sidokommentaren, att mycket av det jag just redogjort för ovan kommer att sorteras bort som irrelevant, när den dynamiska företagsmodellen formulerats och testats och empiriska resultat blivit sammanställda på jämförbart format.

Den litteratur som nu växer fram, verkar ha sorterat sig kring en formulering som jag tror är relevant, nämligen företagen som ett jättelikt filter av människor utrustade med kunskapskapital (Eliasson 1985b, 1987b, 1988) sammanhållna i en finansiellt definierad, vinstmotiverad affärsorganisation. Företagsledningens centrala problem är (Hart 1987) att undvika att företaget blir bemannat med inkompetenta människor, särskilt en inkompetent ledning. Förmågan att få företaget bemannat med kompetens speglas i såväl prestandamått ("lönsamhet") som den effektiva marknadens värdering av företagen.

Låt oss i ett försök att systematisera ta Bradley – Desai – Kim's (1983) uppdelning av de vinstmöjligheter en omorganisation av ett företag genom ett övertagande ger i (1) *synergivinster* och *informationsvinster*. Låt oss dessutom som Shleifer – Summers (1987) dela upp vinsten i (a) *förmögenhetsomfördelningar* och (b) *effektivitetsvinster* (min tolkning). Vi får då så-

väl effektivitetsproblemet som fördelningsproblemet (incitamentsproblemet) formulerat i ett sammanhang.

Brist på kunskap gör att teoretikern undviker *synergihypotesen*, även om vi (se nedan) kan redovisa indirekta resultat som stöder dess betydelse. Det är däremot lätt att mäta de värdeförändringar som uppstår när de externa marknadsmekanismerna effektiviseras, t ex av "raiders". Där har vi litteraturens fokusering. Men modellerna är hopplöst partiella och ojämförbara.

Utgångspunkten för analysen är de värdeskapande och värdeomfördelande effekterna av företagssamgåenden och upplösning. Även om den empiri som presenterats bygger på statiska modeller, i vilka synergieffekter inte kan förekomma, så kompletteras efter analysen med en tilläggsdiskussion, som tar "empirisk ställning" i frågor som berör lagstiftningen på området.

a) *Byt slutsats genom att byta antaganden*

Giammarino – Heinkel (1986) presenterar en stokastiskt baserad takeovermodell – ett numeriskt exempel byggt på den klassiska modellen – i vilken alla agenter har olika informationsförutsättningar, är riskneutrala och agerar "in the best interests of their respective shareholders". Enligt jämviktslösningen på denna modell kommer ledningen ibland att motsätta sig övertagandeförsök. Framgångsrika övertaganden kommer ibland att innebära en sänkning av värdet på det uppköpande företags aktier. Dessutom kommer effektiva (synergistiska) kombinationer ibland inte att realiseras osv. Dessa resultat uppnås inte genom antaganden om "managerial self interest" som föreslås av Easterbrook – Fischel (1981) och Gilson (1981). Men exakt samma resultat kan erhållas ur modeller med "managerial self interest".

Ashton – Atkins (1984) studerar en partiell modell för "takeover bids" där den individuella aktieägarens intressen matchas mot företagets helhetsproblem. De konstaterar att effektiva produktionslösningar ofta blockeras av individuella ägarintressen. Ett takeover bid kan därför – under vissa förutsättningar – lösa blockeringen genom att en förändring i aktiernas värden åstadkommer en simultan förändring av ägandefördelningen och produktionslösningen.

Utrustade med var sin modell, byggd på olika antaganden – kanske till och med av samma ekonomer – kommer alltså advokaterna till tingsrätten med eleganta, logiskt korrekta, men motstridiga slutsatser. Förutsättningarna styr argumenten på ett sätt som inte ens experter kan få ordning på. Intressant är, konstaterar dock Knoeber (1986), hur argumenten mot motåtgärder mot "hostile trade offers" som t ex "shark repellents" och "golden parachutes" av t ex Lowenstein (1985) och Easterbrook – Fischel (1981) är samma argument som i andra sammanhang använts för att försvara fördelarna med frivilliga affärsöverenskommelser och byten ("voluntary mutual exchange"). Därför bygger Knoeber (1986) en modell som presenterar ett på andra förutsättningar grundat argument för fördelen av att stimulera "shark repellents" och "golden parachutes".

Detta var teori för och emot. Vad säger de empiriska studierna om utfallet vad beträffar förmögenhetseffekter och synergieffekter?

b) *Företagsövertagande och samgående – vem vinner?*

Vi konstaterade redan tidigare att det var svårt att föreställa sig ren diversifiering och rena konglomeratbildningar utan ex ante synergistiska effekter av något slag. På få områden torde dock ex ante föreställningar och ex post utfall skilja sig så mycket som just inom fältet för företagens omstrukturering genom övertagande och samgående.

Marknaden för "mergers" och företagsövertaganden är slagfältet för de *dominanta ägarnas agerande*, antingen för att vinna räntor på den oinformerade marknadens bekostnad (omfördelning), för att skapa räntor genom nya Schumpeterianska omkombinationer av företag på hög nivå (synergieffekten), för att uppnå kontroll av marknaden, eller för att bryta de dominanta ägarnas kontroll och genom uppstyckning av företagen ge de små ägarna högre avkastning och kapitalvinster till uppstyckarna ("raiders"). USAs industri befinner sig just nu i detta århundrades fjärde "mergermania" (Ravenscraft – Scherer 1986, 1987). Frågan har diskuterats fram och tillbaka huruvida dessa omstruktureringar är bra för samhället. Jensen – Ruback (1983) och Jensen (1986a) tar klar *ställning för* på grundval av argumentet att finasteorins effektiva marknader, som stöds av "raider activity", höjer kapitalanvändningens effektivitet. Ruback (1983) backar upp denna slutsats att "the market for corporate acquisitions is competitive" i denna mening.

Ravenscraft – Scherer (1986) tar med utgångspunkt från I/O-litteraturens marknadsargument lika kategoriskt *ställning mot* aktiemarknadens "marodörer". Uppköpta företag upplever nästan alltid sänkt lönsamhet efter köpet. Det kan inte vara bra för ekonomin hävdar R-S.

Vi är nu inne på den dynamiska sidan av företagens organisatoriska omvandling, ett område där teori som sagt nästan helt saknats fram till nyligen. Vi måste ta ställning till vad den "merger"-teori som just nu väller fram "in bits and pieces" har att bjuda på som underlag för empiri. Kan "mergers" och "takeovers" betraktas som positiv, värdeskapande "entreprenörsverksamhet" på hög nivå? Observera först a) att detta handlar om mer än positiva vinsteffekter för de inblande företagen och dess ägare. Produktiviteten kan höjas utan att vinsten blir högre. Vinsten kan höjas, samtidigt som den reala produktiviteten går ned.

Jensens (1986a, b) och Jensen – Ruback (1983) empiriska analyser av "mergers och takeovers" är formulerade inom ramen för teorin om "halvstarka, effektiva marknader". Informationsspridning inom den statiska modellens ram ger allmänna välfärdsökningar. "Raiders" blir i Jensens m fl analys företagsomdanare utrustade med "insider" information om hur företaget kan organiseras om och förbättras, dvs de blir därmed positiva, informationsspridande aktörer. Jensen (1986a) drar¹ slutsatsen att "takeovers" gynnar aktieägarna, inte innebär slöseri med resurser, att motaktioner mot "raiders" missgynnar aktieägarna samt att vinsten inte uppstår genom skapandet av monopol. Roll (1986) stöder oavsiktligt Jensens etc argument genom att konstatera att om marknaden är halvstarkt effektiv, kommer ett stort antal företagsköp att bygga på missuppfattningen (därför

¹ Även om han tidigare (1978) uttryckt vissa tvivel om marknadens effektivitet även när det gällt kortperiodisk effektivitet (se även Reinganum 1983, 1984, Claeson 1987).

att marknaden inte har "insider"-information) att företaget är undervärderat av marknaden, varför vi får fler negativa överraskningar än positiva. Asquith – Bruner – Mullins (1983) hävdar att tidigare "inconclusive findings ... may be due to methodological deficiencies". Företag som bjuder på andra företag är systematiska värdeaximerare, som ibland misslyckas, men som normalt ökar förmögenheten hos sina aktieägare. Detta ser man dock bara om hänsyn systematiskt tas till hela "merger-programmet", dvs även till tiden innan det blir offentligt. Asquith (1983) kompletterar med en simultan studie av "the bidding and the target firms" under hela mergerprocessen. Han beräknar sannolikheten av utfall i ena eller andra riktningen och konstaterar att en ökning av sannolikheten för samgående i första hand (enligt aktiemarknadens värdering) gynnar uppköpskandidatens ägare, medan en minskning i sannolikheten missgynnar bägge. Marknaden har dessutom en klar tendens att signalera "probable merger targets" långt innan övertagandet, eller försök till övertagande, blir offentligt annonserat. När sedan hypotesen om den effektiva marknaden kopplas på, drar Asquith slutsatsen att den samlade värdeökningen härrör ur synergieffekter från samgåendet. Ravenscraft – Scherer (1986, 1987) betvivlar detta på grund av en senare, mycket omfattande analys av vad som händer med företagens vinster "after takeover".¹

c) *Reala synergieffekter genom byte av ledning?*

På denna punkt erinrar vi oss (från diskussionen ovan) att det är ytterst tveksamt om marknaderna verkligen kan betraktas som effektiva i Jensens och Rolls bemärkelse. Litteraturen diskuterar här å ena sidan förekomsten av "potentiella synergistiska effekter" och å andra sidan "informationseffekter". I det senare fallet är marknaden inte "effektiv" utan oinformerad om hur bra företaget är (se Bradley – Desai – Kim 1983).² En inte obetydlig del av litteraturen understryker de positiva synergistiska effekter av företagsövertagande som möjliggör att "higher valued operating strategies" (Bradley – Desai – Kim 1983) kan införas, som t ex skalfördelar, bättre produktionsteknik, bättre marknadskontroll och andra förbättringar som beror på att speciellt, unikt ("insider") kunnande tillförs. Den oftast studerade kompetensförbättringen, som också är lättast att "mäta", är att en "dålig" ledning byts ut (se mera nedan).

¹ Ravenscraft – Scherers studie publicerades en dryg månad innan denna studie gick till tryck. Jag har bara haft tillgång till preliminära kapitelutkast tidigare och har inte haft någon möjlighet att närmare kolla på vilket sätt så olika resultat nås. Jag konstaterar bara att R-S inte går igenom och jämför sina metoder och resultat med ovannämnda studiers metoder och resultat. Vi har så att säga att göra med parallella påståenden av grupper av forskare som arbetar med mycket olika metodik; finasteoriens tradition respektive I/O-traditionen.

² B-D-K (1983) skiljer dessutom mellan två informationseffekter; att marknaden är oinformerad (ineffektiv) och att hotet om övertagande informerar den existerande ledningen om nya möjligheter och tvingar den att agera; vad de kallar en "kick in the pants"-version av informationshypotesen.

Hall (1987a) observerar att medan det uppköpta företaget investerar aningen mindre i FoU än vad som är norm för den industrigrenen det klassats inom, så värderas de FoU-satsningar företaget gjort marginellt högre av det uppköpande företaget. Detta kan enligt Hall antyda att en potentiellt framgångsrik innovation tagits över och att det uppköpande företaget antingen haft kompetens att förstå detta bättre än marknaden eller resurser att effektivt föra ut innovationen i industriell skala (Eliasson 1986d). Företagsköpen sänker inte heller enligt Hall FoU-verksamheten i de uppköpta företagen.

Bradleys (1980) och Bradley – Desai – Kims (1983) idé att motstånd från högsta ledningen hos ett företag mot (fientliga) övertagandeförsök är bra för aktieägarna, förkastas däremot – så långt jag kan förstå – av Yen (1987) med hänvisning till dålig hypotesspecifikation. Snarare finner Brickley – James (1987) att existensen av en aktiv ”takeover market” (samt även externa styrelsemedlemmar och koncentrerat ägande) varit viktiga arrangemang för att hålla koll på en slapp företagsledning inom den amerikanska bankvärlden. Dessa resultat backas ytterligare upp av James – Wier (1987), också på data från den amerikanska bankvärlden, med tillägget att ju fler uppköpskandidater (banker) i marknaden, desto större vinster för uppköparen och vice versa, och ju fler potentiella uppköpare, desto mindre vinster för uppköparen. Det senare resultatet stöder teorin om effektiva marknader. Men Furtado – Rozeff (1987) är inte helt övertygade om de positiva effekterna av en aktiv styrelse som ideligen byter högsta ledning i företagen.

Medan ”dismissal” för ”managerial underperformance” visserligen normalt höjer företagets värdering på aktiemarknaden, kan detta vara en illusorisk effekt. Avskedanden signalerar i allmänhet en förändring i företags policy, men det är den interna rekryteringen till den högsta ledningen som enligt Furtado – Rozeff (1987) konfirmerar en sund långsiktig investeringsinriktning. Sammanfattningsvis behövs alltså när någonting har gått snett externa krafter för att rätta till situationen och höja företagets värde och åstadkomma synergistiska effekter. Det bästa är dock om man kan ordna företagets interna rekrytering till högre befattningar så att man slipper sådana korrigeringar.

Om det är så (Ravenscraft – Scherer 1986) att en väsentlig del av företagsövertagandena bygger på möjligheten att tjäna pengar genom att byta ut en ineffektiv ledning, borde så småningom en förbättring i det övertagna företagets *operativa lönsamhet* (exklusive kapitalvinsten för aktieägaren, som beror på justeringar i marknadens värdering av företagen) kunna spåras. R-S (1986, 1987) finner inga sådana resultat, snarare sänkningar. Detta är en omständighet som de anser tyda på att marknaden är ineffektiv därför att den skriver upp företagets värde trots att driftsresultatet så småningom sänks.

Shleifer – Vishny (1986b) summerar denna del av kontroversen genom att konstatera (som Bradley – Desai – Kim 1983) att ”synergihypotesen” är ”bäst” förenlig med observationer och statistik än ”informationshypotesen”. Hite – Owers – Rogers (1987) förstärker denna slutsats ytterligare genom att konstatera att takeover-inslag i första hand uppkommer därför att en bättre allokering av företagets tillgångar är möjlig, inte därför att marknaden värderat företaget fel. Travlos (1987) och Tehranian – Travlos – Waegelein (1987) stöder i stort sett dessa resultat, liksom även Yarrow (1985), som för Englands del hävdar att med en tillfredsställande garanti mot ”oppression of minority interests” kan det vara politiskt acceptabelt

att genom "compulsory acquisition rights" underlätta företagsövertaganden och göra det möjligt för "raidern" att effektivt realisera de "public goods"-effekter som en höjning av företagets prestanda innebär. Detta innebär att – efter ett företagsövertagande – en ny, mer kompetent ledning inte skall hindras från att införa nya organisatoriska lösningar.

d) *Bara omfördelning av förmögenheter?*

Drucker (1986), Lowenstein (1985) och Law (1986) hävdar i motsats till både Yarrow (1985) och Jensen (1984) m fl att "takeovers" i första hand skapar privata vinster genom förmögenhetsomfördelningar och att få eller inga synergistiska effektivitetsvinster uppstår. Men dessa slutsatser bygger också på en rad underförstådda antaganden, antingen i den underliggande modellen eller i den verbala argumenteringen, som det är nästan omöjligt att reda ut, och som ingen författare diskuterar. Det blir mera påståenden som ställs mot varandra än analys. Så till exempel kan Hasbroucks (1985) observation att företag som är föremål för övertagandeförsök (targets) kännetecknas av låga q-värden (men inte hög likviditet) tas som stöd för såväl synergihypotesen som informationshypotesen. Låga q-värden kan betyda låga investeringar som ännu ej burit frukt eller icke förvaltats väl. De kan också – om de är allmänt förekommande – tyda på en inkompetent (ineffektiv) aktiemarknad. Bägge hypoteserna stöds av testerna som de utformats. Svaret beror på hur man uttrycker de antaganden som byggts in i modellen.

Litteraturen tycks dock tala mer för än mot tesen om effektiva marknader. Det är vanligt att underförstå eller komma fram till att en fri takeover-process som backar upp effektiviteten hos marknaden är bra.

Under hypotesen om den experimentellt organiserade ekonomin (som introducerades i avsnitt 3) följer samma slutsatser. Det problem jag har med den genomgångna litteraturen är att den i väsentliga avseenden bygger på en statisk teori. För att kunna tolka resultaten om dynamiska fenomen behövs en verbal överbyggnad som ofta är övertygande, men som står i en mycket lös förbindelse med de modeller som testats. Går man igenom de teoretiska övningarna och de ekonometriska testerna är det – även med den något lättsamma genomgång som jag gjort av det ofantliga artikelflödet under denna rubrik – relativt lätt (och jag har redan gjort det på några ställen) att genom att meka något med antagandena vända slutsatserna. Här återstår mycket att göra innan till synes självklara resultat står på robust både teoretisk och empirisk grund.

e) *Vems intressen ser ledningen till?*

Argumentet att marknaden utövar kontroll på företagets ledning är ex starkt hos Jensen – Ruback (1983), Kirkland (1984) och många andra som vi refererat till. Särskild betalning av lösen till "raiders" i form av ett överpris vid återköp av aktier ("greenmail") ur företagets egna resurser och på företagets bekostnad, och mot aktieägarens intresse, är därför enligt dessa författare förkastligt. Men genom att ändra något på antagandena, nämligen genom att *anta* att ledningen ser till aktieägarnas intressen före sina egna kan man (Shleifer – Vishny 1986a) vända slutsatsen. Försvarstaktik, särskilt betalning av "greenmail", kan höja den premie "raidern" får betala, bl a genom att en köptävlan ("bidding contest") uppmuntras. Slutresultatet beror helt på vem som vinner; om ledningen lyckas trissa upp priset

så att "raidern" får betala överpris, eller om företaget blir sittande med dyrt återköpta aktier.

Ledningens motiv blir avgörande för utfallet. Är det rimligt att utgå ifrån att ledningen först ser till sina egna intressen? Skall vi tro tvärtom, och vända på slutsatsen? Vad skall vi säga om att ett överpris normalt betalas vid fientliga företagsövertaganden. Roll (1986) tolkar detta som att det övertagande företags ledning lider av "hybris". Men vad spelar det för roll om den "malliga" ledningen tillsätter en bättre ledning i det uppköpta företaget, som får aktiekursen att stiga (se tidigare referenser), vilket så småningom höjer företags effektivitet och ekonomins tillväxt? Om det senare vet vi ingenting. Ingen studie jag sett – även om Ravenscraft – Scherer gjort ett försök – har följt tillräckligt många företag tillräckligt länge för att kunna utvärdera slutresultatet av företagsövertagandena. Detta är det dynamiska problem som ingen modellerat, än mindre testat ekonometriskt, men som en lång rad företrädare för hypotesen om den effektiva marknaden har bestämda uppfattningar om.

f) *Håller monopolargumentet?*

Ett speciellt motiv bakom företagsköp anses ha varit *köp av marknader*. Valfärdsanalysen härvidlag bjuder på en paradox om den genomförs inom ramen för teorin om perfekta marknader. Å ena sidan kräver effektiv konkurrens att *effektiva* konkurrenter driver ut mindre effektiva. Å andra sidan innebär elimination av dåliga konkurrenter att koncentrationen ökar och monopol bildas (Saloner 1987). För den situation som så småningom uppstått saknas teori, med vars hjälp välfärdseffekterna kan utvärderas. När och hur övergår de första produktivitetsvinsterna (skaleffekter) av samgåendet i monopolbeteende med högre vinster och en långsammare produktivitetsutveckling? Svaret på frågan kräver tester av en allmän teori om monopolistisk fåtalskonkurrens, som i dag inte finns.

Vad vi konstaterade i avsnitt 3 var dock att effektiv fåtalskonkurrens, särskilt den teknologiska konkurrens jag introducerade i den experimentellt organiserade ekonomin, förmodligen är effektivare och ger större produktivitetsvinster än de statiska effektivitetsvinster man kan tänka sig i den artificiella modellen över effektiva marknader. I brist på en dynamisk teori över monopolistisk fåtalskonkurrens föreslår Scherer (1976) det omöjliga att (vid antitrustlagstiftningens uttolkning) göra en detaljerad välfärdsanalys av varje enskilt fall. Men eftersom all empirisk analys av detta slag utförts i den traditionella jämviktsteorins anda har vi tyvärr ingen nytta av dessa studier, som nästan alltid ger negativa utsagor om företagsövertaganden i syfte att vinna marknadsandelar. Jag avstår ifrån att referera den litteraturen.

g) *Innovationer, teknologisk upphandling och venturemarknaden*

I avsaknad av en totalekonomisk modell av dynamisk fåtalskonkurrens som förenar mikro och makro har innovationer, teknisk utveckling och ekonomisk tillväxt hittills företrädesvis studerats med hjälp av makroproduktionsfunktioner. I dessa manifesteras det innovativa beteendet som "oförklarade skift", teknikfaktorn. Denna analys är dock klart inkonsistent, eftersom innovationerna påverkar relativpriserna i ekonomin, vilket i sin tur – förutom under mycket speciella förutsättningar – upphäver de marknadsförutsättningar (prisantaganden) på vilka makroproduktionsfunktionen grundats (se avsnitt 4 ovan). Innovationsforskningen har därför

på goda grunder levtt ett liv för sig skild från marknadsekonomins centralteori, ofta i hägnat av de tekniska högskolorna, där en annan intellektuell tradition dominerat (se t ex Elsässer 1987, Granstrand 1982, Freeman 1974 etc).

Innovationen kan överföras från ett (innovativt) till ett annat (moget) företag genom licensarrangemang eller genom direkta företagsköp. Som vi redan konstaterat har finansteorin – även i syfte att spåra synergieffekter – genomgående koncentrerat sig på att mäta hur aktieägarnas kapitalvärden påverkas av företagsköpet. För att denna analys skall spegla effekten på det köpande företaget av den nya innovationen måste man förutsätta att aktiemarknaden är starkt effektiv när det gäller att utvärdera komplexa, långsiktiga samband; en förutsättning som ej stöds av de empiriska studier vi refererat.

Teorin om starkt effektiva marknader gör dessutom skiffaktorn i produktionsfunktionen (se avsnitt 4 ovan) till en stokastisk variabel, vilket inte utan vidare skulle accepteras av innovationsforskarna. Venturemarknaden är den marknad där denna paradox löses ut. Är ε -faktorn i avsnitt 4 en slumpterm med förväntningsvärdet noll eller har den systematiska egenskaper?

Liksom företagsövertaganden och företagssamgåenden syftar innovationer på en lägre nivå inne i företaget till uppnående av *ex ante* ε -fördelar. Till skillnad från studier över företagssamgåenden har dock de ingenjördominerade innovationsstudierna mera klart fokuserat på förklaringar till hur produktivitetsvinster eller ”synergivinster” kan uppnås i teknisk, realekonomisk bemärkelse. I modellen för den experimentellt organiserade ekonomin transformeras sedan dessa resultat, via val av produktionsaktiviteter och marknader – också en del av den innovativa verksamheten – samt marknadens prisbildning, om till ε -fördelningar. Teorin om effektiva marknader – jag upprepar – gör sedan om ε -fördelningen till effektiva avkastningsmått *som de utvärderas på en aktiemarknad*. En starkt effektiv marknad är informerad om allt väsentligt och ser till att alla produktionsproblem löses på de ”kända”, mest effektiva sätten, av de härför mest kompetenta företagsledningarna. Omvänt speglar den effektiva avkastningen företags alla framtida ε diskonterade till nuvärden så bra som överhuvud taget går, givet den information som finns.

Innovationsforskningen skär igenom hela denna slöja av marknadsantaganden och går direkt på den underliggande innovativa aktiviteten.

Om finansmarknaden är starkt effektiv, eller nära nog så, skulle man kunna hårdra logiken och hävda att innovationsforskningen inte bidrar med någon information av värde, bara kuriosa. Samhällets policyproblem är därför att se till att marknaderna faktiskt är starkt effektiva.¹

Om marknaderna å andra sidan inte är starkt effektiva, blir innovationsforskningen central, liksom också forskningen (se ovan) syftande till att förstå hur finansmarknaderna fungerar för att kunna förbättra deras effektivitet. Det är därför det är beklagligt att finansteorin – hur sofistikerad den än kan tyckas på ytan – hoppar över hela detta problem. Finansmarknaderna och det reala produktionssystemet är hårt integrerade, vilket är

¹ dvs så att även ”insider information” blir offentlig. Detta policyargument sammanfaller med Arrows (1962) och gäller i bägge fallen bara under jämviktsteorins statiska villkor, dvs inte i den experimentellt organiserade ekonomin.

samma sak som att säga att finansmarknaderna inte är särskilt effektiva ens när det gäller att ta till sig offentlig, lättillgänglig information. De är snarare oinformerade och i många avseenden inkompetenta. Detta gäller speciellt vid den sakliga nuvärderingen av företagens långsiktiga agerande och insikten om totalekonomins dynamiska egenskaper.

Innovationsforskningen ger därför mer användbar information om företagens innovativa beteende på alla nivåer än resultaten från empirin kring makroproduktionsfunktioner och "effektiva marknader", *därför att mätningarna förts direkt ner till produktionsprocessens nivå*. Innovationsforskningen är i en mening försök att empiriskt kartlägga och representera den teknologiska konkurrens som kännetecknar den experimentellt organiserade ekonomin.

Det är helt omöjligt att i detta sammanhang ge en rättvisande översikt av innovationsforskningens resultat, i synnerhet som forskningen inte varit inriktad på att pröva *våra* speciella hypoteser.

Det intresse som ägnats "industripolitikens möjligheter" och "technology management" skulle kunna tolkas som ett indirekt stöd "av experter" för den äldre Schumpeter (1942) och Arrow (1962), nämligen att innovationsforskningen kan rutiniseras och planeras med förutsebar framgång. Men jag är benägen att utan ytterligare förklaring här påstå att den innovationsforskning som hittills sett dagens ljus inte ger underlag för en sådan slutsats. För att illustrera detta ger jag några exempel.

Stora företag står för nästan all uppmätt industriell FoU. De står därför i kraft av sin dominans på inputsidan också för flertalet observerade innovationer (jfr McQueen – Wallmark 1983). Inte desto mindre verkar större delen av det som kommer fram ur storföretagens forskningslabb vara imiterande, rutinmässiga förbättringar av existerande produkter (Eliasson – Granstrand 1982). Så långt står sig den äldre Schumpeter (1942) och Arrow (1962). Men svårigheterna att internt organisera klart nyskapande industriell utveckling kvarstår (Eliasson – Granstrand 1985). Därför organiserar storföretagen sig ofta som uppköpare av innovationer, delvis genom att köpa patent, men kanske ännu viktigare genom att köpa nystartade, framgångsrika innovativa företag (Jagrén 1986, Jacobsson 1984; se även Hall (1987a).

Framväxten inom vissa teknikområden av en marknad för innovationsföretag/uppköpskandidater utgör en av de bästa illustrationerna av hur den experimentellt organiserade ekonomin skapar oförutsebart innovativt beteende på mikroplanet. Å ena sidan kan vi (Granstrand – Sjölander 1987) konstatera, att företag med stor bredd på sitt interna teknologiska kunnande uppmätt större *långsiktig* framgång i termer av produktionstillväxt än företag med en snäv kunskapsbas. I min tolkning innebär detta att sannolikheten för goda, interna, experimentella utfall ökar även om det exakta utfallet inte kan förutses. Det finns å andra sidan en managementteknologi som ökar sannolikheten av oförutsebar framgång, om jag får uttrycka mig så.

Storföretagen har dock fortfarande svårt att internt samtidigt organisera både effektiv, innovativ verksamhet och effektiv drift (se *Hur styrs storföretag? En studie av informationshantering och information*, op cit). Samtidigt kan de riktigt innovativa småföretagen inte ensamma klara lanseringen (implementationen) av de nya idéerna inom sin egen organisation. Det tar för lång tid och under den långa lanseringstiden blir de mycket utsatta för effektiva teknologiska imitatörer. Det behövs en marknad för att matcha (para ihop) de två (Eliasson 1986d). I denna bemärkelse har svenska före-

tag som Electrolux kommit att uppträda som innovativa, organisatoriska entreprenörer på "implementationsmarknaderna".

Om ett storföretag med en utbyggd internationell marknadsföringsorganisation tar över ett innovativt företag och väldigt snabbt för innovationen från projektnivå till produktion i industriell skala, inte bara mångdubblas innovationens ekonomiska värde. Den stora företagsorganisationen ger dessutom ett effektivt skydd mot imitation, som patent ofta inte kan ge, helt enkelt genom sin kapacitet att hinna före imitatorerna med produktion och distribution i industriell skala. Detta tar dock stora affärsorganisationer bra betalt för genom att för egen del behålla en del av innovationsvinsten. I en del av den moraliska I/O-litteraturen, som grundas på den statiska industriella organisationslitteraturens monopolargument har denna aktivitet betraktats som samhällsnegativ (Scherers lärobok 1980 speglar detta synsätt). Vad uppfinnare och små innovativa företag i så fall behöver är i stället en bred marknad med många potentiella och innovativa uppköpare, så att de genom konkurrensen får behålla en så stor del av innovationsvinsten som möjligt för sig själva (Eliasson 1986d).

Den andra sidan av effektiv teknologisk konkurrens är frekventa misslyckanden. Medan Reitberger – Utterback (1982) väljer ut de lyckade experimenten och studerar dem på ett förtjänstfullt sätt, gör de inget försök att utvärdera hur många misslyckade experiment som ägt rum. Det är svårt. Det jag kan redovisa här är överlevnadskurvorna för företag etablerade en viss period i Jagréns studie i denna skrift. Jag kan också konstatera de positiva makroeffekterna av att några få experiment lyckats, men på bekostnad av ett stort antal avvecklade företag samt ett ännu större antal experiment som aldrig ens nått sådan storlek att de kommit med i statistiken, innan de slagits ut. Detta konstaterande sammanfattar därmed de viktigaste konkurrensfunktionerna i den experimentellt organiserade ekonomin.

Litteratur till kapitlen I och II

- Abramowitz, M, 1988, Thinking about Growth; in Abramowitz, M (ed), *Thinking about Growth*, 1988, Cambridge University Press, Cambridge.
- Adams, W – Brock, J W, 1986, The "New Learning" and the Euthanasia of Antitrust, *California Law Review*, Vol 74, No 5 (October), pp 1515-1566.
- Albrecht, J W – Axell, B – Lang, H, 1986, General Equilibrium Wage and Price Distributions, *Quarterly Journal of Economics*, Vol C I (November), pp 687–706.
- Albrecht, J W – Lindberg, T, 1982, *The Micro Initialization of MOSES*, IUI Working Paper No 72, Stockholm.
- Alchian, A A – Demsetz, H, 1972, Production, Information Costs and Economic Organization, *American Economic Review*, Vol 62, No 5, pp 777-795.
- Amihud, Y – Dodd, P – Weinstein, M, 1986, Conglomerate Mergers, Managerial Motives and Stockholder Wealth, *Journal of Banking and Finance*, Vol 10, No 3 (October), pp 401-410.
- Aoki, M, 1983, Managerialism Revisited in the Light of Bargaining-Game Theory, *International Journal of Industrial Organization*, Vol 1, No 1, pp 1-21.
- Armour, H O – Teece, D J, 1978, Organisational Structure and Economic Performance: A Test of the Multidivisional Hypothesis, *Bell Journal of Economics*, Vol 9, No 1, pp 106–122.
- Arrow, K J, 1959, Toward a Theory of Price Adjustment; in Abramowitz, M et al, *The Allocation of Economic Resources*, Stanford, Calif.
- Arrow, K J, 1962, Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention; in *Rate and Direction of Inventive Activity: Economic and Social Factors*, NBER, Princeton University Press, Princeton.
- Arrow, K J, 1964a, Control in Large Corporations, *Management Science*, Vol 10 No 3 (April), pp 397-409.
- Arrow, K J, 1965, The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-Bearing, Yrjö Jahansson Lectures, Helsingfors.
- Arrow, K J, 1973a, *Information and Economic Behavior*, Federation of Swedish Industries, Stockholm.
- Arrow, K J, 1973b, Higher Education as a Filter, *Journal of Public Economics*, Vol 2 (July), pp 193-216.
- Arrow, K J, 1975, Vertical Integration and Communication, *Bell Journal of Economics*, Vol 6, No 1, pp 173-183.
- Arrow, K J, 1982, Risk Perception in Psychology and Economics, *Economic Inquiry*, Vol 20 (January), pp 1-9.
- Ashton, T S, 1948, *The Industrial Revolution 1730-1830*, London.
- Ashton, D J – Atkins, D R, 1984, A Partial Theory of Takeover Bids, *Journal of Finance*, Vol XXXIX, No 1 (March), pp 167-183.
- Asquith, P, 1983, Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, pp 51-83.
- Asquith, P – Bruner, R F – Mullins, D W, Jr, 1983, The Gains to Bidding Firms from Merger, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, pp 121-139.
- Axell, B, 1985, Kan inflation förbjudas? – Om fri eller reglerad pris- och lönebildning, IUI, Stockholm.
- Ayres, H F – Barry, J Y, 1982, Prologue to a Unified Portfolio Theory, *Journal of Finance*, Vol 37, No 2 (May), pp 625- 635.
- Bacon, J, 1986, *Board Committees in European Companies*, Report No 886, The Conference Board.
- Bagnoli, M – Lipman, B L, 1987, *Successful Takeovers without Exclusion*, University of Michigan Working paper No 87-13, Ann Arbor.

- Barzel, Y, 1987, Knight's "Moral Hazard" Theory of Organization, *Economic Inquiry*, Vol XXV (Jan), pp 117-120.
- Baumol, W J, 1959, *Business Behavior, Value and Growth*, Macmillan, New York.
- Baumol, W J, 1982, Contestable Markets: An Uprising in the Theory of Industry Structure, *American Economic Review*, (March), pp 1-15.
- Baumol, W J – Panzar, J C – Willig, R D, 1982, *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, Harcourt, Brace Jovanovich, San Diego.
- Bayes, T, 1763, An Essay towards Solving a Problem in the Doctrine of Chances, *The Philosophical Transactions*, Vol 53, pp 370-411. Reprinted in *Biometrika*, 1958, Vol 45, pp 296-315.
- Berle, A A – Means, G C, 1933, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.,
- Black, F, 1976, The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, Vol 2, pp 5-8.
- Black, F – Scholes, M, 1974, The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol 1 (May), pp 1-22.
- Blanchard, O J – Watson, M W, 1982, Bubbles, Rational Expectations, and Financial Markets (Ch. 11) in Wachtel, P (ed.), 1982, *Crises in the Economic and Financial Structure: Bubbles, Bursts and Shocks*, Lexington Books, Lexington, Mass, pp 295-315.
- Blume, T – Easley, D, 1982, Learning to be rational, *Journal of Economic Theory*, Vol 26, pp 340-351.
- Bradley, M, 1980, Interfirm Tender Offers and the Market for Corporate Control, *Journal of Business*, October, pp 345-376.
- Bradley, M – Desai, A – Kim, E H, 1983, The Rationale behind Interfirm Tender Offers, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, pp 183-206.
- Brander, J A – Spencer, B J, 1984, Tariff Protection and Imperfect Competition; in Kierzkowski, H (1984).
- Bray, J, 1982, *Production Purpose and Structure*, Oxford.
- Bray, M, 1982, Learning, Estimation, and the Stability of Rational Expectations, *Journal of Economic Theory*, Vol 26, pp 318-339.
- Brealey, R A – Myers, S C, 1984, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, New York.
- Brickley, J A – James, C M, 1987, The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking, *Journal of Law and Economics*, Vol XXX(1) (April), pp 161-180.
- Brown, M – Greenberg, R, 1983. The Divisia Index of Technological Change, Path Independence and Endogenous Prices, *Scandinavian Journal of Economics*, Vol 85, No 2, pp 239-247.
- Bull, C, 1987, The Existence of Self-Enforcing Contracts, *Quarterly Journal of Economics*, (February), pp 147-159.
- Cable, J R, 1985, Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks. *Economic Journal*, Vol 95, No 377 (March), pp 118-132.
- Cable, J R – Durrheimer, M J, 1983, Hierarchies and Markets: An Empirical Test of the Multidivisional Hypothesis in West Germany, *International Journal of Industrial Organization*, Vol 1, No 1, pp 43-62.
- Campbell, J Y – Shiller, R J, 1987, Cointegration and Tests of Present Value Models, *Journal of Political Economy*, Vol 95, No 5, pp 1062-1075.
- Carlsson, B, 1980, The Content of Productivity Growth in Swedish Manufacturing; in *IUI 40 Years 1939-1979 – The Firm in the Market Economy*, IUI, Stockholm.
- Carlsson, B, 1987, *Productivity Change in Manufacturing at the Firm and Macro*

- Levels – Simulation and Calibration Experiments on MOSES*, IUI Working Paper No 181, Stockholm.
- Carlsson, B, 1983a, *Industrial Subsidies in Sweden: Macro-Economic Effects and an International Comparison*, IUI Booklet No 148, Stockholm.
- Carlsson, B, 1983b, Industrial Subsidies in Sweden: Simulations on a Micro-to-Macro Model; in *Microeconometrics, IUI Yearbook 1982-83*, Stockholm.
- Carlsson, B – Bergholm, F – Lindberg, T, 1981, *Industristödspolitik och dess inverkan på samhällsekonomin*, IUI, Stockholm.
- Carlsson, B – Dahmén, E – Grufman, A – Josefsson, M – Örtengren, J, 1979, *Teknik och industristruktur – 70-talets ekonomiska kris i historisk belysning*, IUI/IVA, Stockholm.
- Claesson, K, 1987, *Effektiviteten på Stockholms fondbörs*, EFI, Stockholm.
- Clark, J M, 1961, *Competition as a Dynamic Force*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- Cleeton, D L – Reeder, P A, 1987, Stock and Option Markets: Are Insider Trading Regulations Effective?, *Quarterly Review of Economics and Business*, Vol 27, No 1 (Spring).
- Coase, R H, 1937, The Nature of the Firm, *Economica*, New Series, Vol IV, 13-16 (November), pp 386-405.
- Cohen, W M – Levin, R C – Mowery, D C, 1987, Firm Size and R&D Intensity: A Re-Examination, *Journal of Industrial Economics*, Vol XXXV, No 4 (June), pp 543-565.
- Constantinides, G M, 1986, Capital Market Equilibrium with Transaction Costs, *Journal of Political Economy*, Vol 94, No 4 (August), pp 842-862.
- Cutler, D M – Summers, L H, 1987, *The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence from the Texaco-Pennzoil Litigation*, NBER Working Paper No 2418 (October).
- Cyert, R M – March, J G, 1963, *A Behavioral Theory of the Firm*, Englewood Cliffs, Prentice Hall, N.J.
- Dahmén, E, 1950, *Svensk industriell företagarverksamhet (1919-1939)*, IUI, Stockholm.
- Dahmén, E – Eliasson, G (eds), 1980, *Industriell utveckling i Sverige. Teori och verklighet under ett sekel*, IUI, Stockholm.
- Dahmén, E – Eliasson, G, 1980, Företagaren i det ekonomiska skeendet; i Dahmén, E – Eliasson, G (eds) (1980).
- Dasgupta, P – Stiglitz, J, 1980a, Uncertainty, Industrial Structure, and the Speed of R&D, *Bell Journal of Economics*, Vol 11, pp 1-28.
- Dasgupta, P – Stiglitz, J, 1980b, Industrial Structure and the Nature of Innovative Activity, *Economic Journal*, Vol 90, (June).
- Dasgupta, P – Stiglitz, J, 1981, Entry, Innovation, Exit: Towards a Dynamic Theory of Oligopolistic Industrial Structure, *European Economic Review*, Vol 15, pp 137-158.
- Day, R H, 1975a, Adaptive Processes and Economic Theory; in Day, R H – Groves, T, *Adaptive Economic Models*, Academic Press, New York.
- Day, R H, 1975b, Orthodox Economists and Existential Economics, *Journal of Economic Issues*, Vol IX, (June).
- Day, R H, 1986, Disequilibrium Economic Dynamics: A Post-Schumpeterian Contribution; in Day-Eliasson (1986).
- Day, R H – Eliasson, G (eds), 1986, *The Dynamics of Market Economies*, IUI, Stockholm – North-Holland, Amsterdam.
- De Alessi, L, 1983, *Property Rights, Transactions Costs and X-efficiency*, March 1983.
- De Angelo, H – De Angelo, L, 1985, Managerial Ownership of Voting Rights: A

- Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock, *Journal of Financial Economics*, Vol 14, pp 33-69.
- De Angelo, H – Rice, E M, 1983, Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, pp 329-360
- De Bondt, W F M – Thaler, R, 1985, Does the Stock Market Overreact?, *Journal of Finance*, Vol XL, No 3 (July), pp 793-808.
- De Jong, H W – Shepherd, W G, 1986, *Mainstreams in Industrial Organization of Production*, Martinus Nijhoff Publishers, Dordrecht.
- De Long, J B – Shleifer, A – Summers, L H – Waldmann, R J, 1987, *The Economic Consequences of Noise Traders* (mimeo) NBER Working Paper No 2394.
- De Ridder, A, 1987, *Riskpremién på den svenska aktiemarknaden*, Sveriges Industriförbund, Utredningsrapport nr 87-1 (mimeo).
- Demsetz, H, 1983, The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics*, Vol XXVI, pp 375-390.
- Demsetz, H, 1986, Corporate Control, Insider Trading, and Rates of Return, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol 76, No 2 (May), pp 313-316.
- Demsetz, H – Lehn, K, 1985, The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, Vol 93, No 6 (December), pp 1155-1177.
- Diamond, P A, 1967, The Role of a Stock Market in a General Equilibrium Model with Technological Uncertainty, *American Economic Review*, Vol LVII, No 4, pp 759-776.
- Diamond, P A, 1971, A Model of Price Adjustment, *Journal of Economic Theory*, Vol 3, pp 156-168.
- Diamond, P A, 1984, *A Search-Equilibrium Approach to the Micro Foundations of Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge and London (Wicksell Lectures 1982).
- Donaldson, L., 1961, *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Harvard University Press, Boston.
- Drucker, P F, 1986, Corporate Takeovers – What is to be done?, *The Public Interest*, Vol 82 (Winter), pp 3-24.
- Easterbrook, F H – Fischel, D K, 1981, Takeoverbids, Defensive Tactics in Tender Offers, *Stanford Law Review*, Vol 34 (April), pp 775-836.
- Eckbo, B E, 1983, Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, pp 241-273.
- Eidem, R, 1987, *Aktieägandet och demokratins ägarfrågor – från brukssamhälle till kompetenskapitalism*, Arbetslivscentrum, Stockholm.
- Eliasson, G, 1967, *Kreditmarknaden och industrins investeringar*, IUI, Stockholm.
- Eliasson, G, 1968, *The Credit Market, Investment, Planning and Monetary Policy – an Econometric Study of Manufacturing Industries*, IUI, Stockholm.
- Eliasson, G, 1976, *Business Economic Planning – Theory, Practice and Comparison*, John Wiley & Sons, London, New York, Sidney, Toronto.
- Eliasson, G, 1978, *A Micro-to-Macro Model of the Swedish Economy*, IUI Conference Reports 1978:1, Stockholm.
- Eliasson, G, 1979, *Technical Change, Employment and Growth. Experiments on a Micro-to-Macro Model*, IUI Research Report No 7, Stockholm.
- Eliasson, G, 1980a, *Elektronik, teknisk förändring och ekonomisk utveckling*. Småtryck nr 110, IUI, Stockholm.
- Eliasson, G, 1980b, *Företag, marknader och ekonomisk utveckling – en teori och några exemplifieringar*; i Dahmén, E – Eliasson, G (eds) (1980).
- Eliasson, G, 1982, *The Sophisticated Saver – the Family as a Savings, Investment and Borrowing Institution*, (mimeo) IUI, Stockholm.

- Eliasson, G, 1983, On the Optimal Rate of Structural Adjustment; in Eliasson, G – Sharefkin, M – Ysander, B-C (1983).
- Eliasson, G, 1984a, Informations- och styrsystem i stora företag; i Eliasson-Fries-Jagrén-Oxelheim (1984).
- Eliasson, G, 1984b, Micro Heterogeneity of Firms and the Stability of Industrial Growth; in *JEBO*, Vol 5 (Sept-Dec); also in Day, R H – Eliasson, G (1986).
- Eliasson, G, 1985a, The Swedish Micro-to-Macro Model: Idea, Design and Applications; in Orcutt, G – Merz, J – Quinke, H (eds); *Microanalytic Simulation Models to Support Social and Financial Policy*, 1986, North-Holland, Amsterdam. Also IUI Booklet No 206, Stockholm.
- Eliasson, G, 1985b, *The Firm and Financial Markets in the Swedish Micro-to-Macro Model – Theory, Model and Verification*, IUI, Stockholm.
- Eliasson, G, 1985c, *Information Technology, Capital Structure and the Nature of Technical Change*, IUI Working Paper No 138, Stockholm. Published 1987 in *Information Technology and Economic Prospects*, OECD, Paris.
- Eliasson, G, 1986a, A Note on the Stability of Economic Organizational Forms and the Importance of Human Capital; in Day, R H – Eliasson, G (eds) (1986).
- Eliasson, G, 1986b, *International Competition, Productivity Change and the Organization of Production*, IUI Working Paper No 156. Published in de Jong, H W – Shepherd, W G (1986). Also IUI Booklet No 217, Stockholm.
- Eliasson, G, 1986c, The Economics of Institutions and Markets – The Organization of Research at IUI; in *IUI Yearbook 1986-1987*, Stockholm.
- Eliasson, G, 1986d, *Innovative Change, Dynamic Market Allocation and Long-Term Stability of Economic Growth*, IUI Working Paper No 156, Stockholm.
- Eliasson, G, 1986e, *Schumpeterian Innovation, Market Structure and the Stability of Industrial Development*, IUI Working Paper No 164, Stockholm. Published in Hanusch (ed), 1988, *Evolutionary Economics: Application of Schumpeter's Ideas*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Eliasson, G, 1986f, *Industrial Targeting – Defensive or Offensive Strategies in a Neo-Schumpeterian Perspective*, IUI Working Paper No 171, Stockholm. Published in Giersch, H (ed), 1987, *Free Trade in the World Economy – Towards an Opening of Markets*. Tübingen.
- Eliasson, G, 1987a, *Technological Competition and Trade in the Experimentally Organized Economy*, IUI Research Report No 32, IUI, Stockholm 1987.
- Eliasson, G, 1987b, *The Dynamics of Supply and Economic Growth – A Matter of Industrial Knowledge*, IUI Working Paper No 182, Stockholm.
- Eliasson, G – Bergholm, F – Horwitz, E C – Jagrén, L, 1985, *De svenska storföretagen – en studie av internationaliseringens konsekvenser för den svenska ekonomin*, IUI, Stockholm.
- Eliasson, G – Carlsson, B – Deiacco, E – Lindberg, T – Pousette, T, 1986, *Kunskap, information och tjänster. En studie av svenska industriföretag*, IUI, Stockholm.
- Eliasson, G – Fries, H – Jagrén, L – Oxelheim, L, 1984, *Hur styrs storföretag? – En studie av informationshantering och organisation*, IUI – Liber, Kristianstad.
- Eliasson, G – Granstrand, O, 1982, The Financing of New Technological Investments; in *Technological and Industrial Policy in China and Europe*, Occasional Report No 3, Research Policy Institute, Lund.
- Eliasson, G – Granstrand, O, 1985, *Venture Capital and Management – a Study of Venture Development Units in Four Swedish Firms*, forthcoming IUI Working Paper.
- Eliasson, G – Hanson, K – Hartler, Ch – Oxelheim, L, 1988, Growth Simulations from a Micro Base – The Swedish Economy 1987-1990, (mimeo) IUI, Stockholm.
- Eliasson, G – Lindberg, T, 1981, Allocation and Growth Effects of Corporate In-

- come Taxes; in Eliasson, G – Södersten, J (eds), Stockholm.
- Eliasson, G – Lindberg, T, 1986, Economic Growth and the Dynamics of Wage Determination – a Micro Simulation Study of the Stability Consequences of Deficient Variation in Factor Prices and Micro Structures, IUI Working Paper No 170, Stockholm.
- Eliasson, G – Södersten, J (eds), 1981, *Business Taxation, Finance and Firm Behavior*, IUI Conference Reports 1981:1, Stockholm.
- Eliasson, G – Ysander, B-C, 1981, Sweden: Problems of Maintaining Efficiency under Political Pressure; in Hindley, B (ed), *State Investment Companies in Western Europe*, Trade Policy Research Centre, London 1983. Also IUI Booklet No 154, Stockholm.
- Eliasson, G – Sharefkin, M – Ysander, B-C, 1983, *Policy Making in a Disorderly World Economy*, IUI Conference Reports 1983:1, Stockholm.
- Ellsworth, R R, 1985, *Capital Markets and Competitive Decline*, *Harvard Business Review* (September/October).
- Elsässer, B, 1987, *Samhällsekonomi och teknisk utveckling*, (Natur och Kultur), Arlööv.
- Engwall, L, 1973, *Models of Industrial Structure*, Lexington Books, Lexington, Toronto, London.
- Eriksson, G – Södersten, J, 1979, Industrins finansiering och tillgångsstruktur; i *Kalkyler för 80-talet. Specialstudier för IUIs långtidsbedömning*, 1979, del 2, IUI, Stockholm.
- Evans, D S, 1987, The Relationship between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries, *Journal of Industrial Economics*, Vol XXXV, No 4 (June), pp 567-581.
- Fama, E F, 1965, The Behavior of Stock Market Prices, *Journal of Business*, Vol 38 (January), pp 34-105.
- Fama, E F, 1970, Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance*, Vol 25 (May), pp 383-417.
- Fama, E F, 1971, Risk, Return, and Equilibrium, *Journal of Political Economy*, January/February, pp 30-55.
- Fama, E F, 1974, The Empirical Relationships between the Dividend and Investment Decisions of Firms, *American Economic Review*, (June), pp 304-318.
- Fama, E F, 1976, *Foundations of Finance*, Basic Books, New York.
- Fama, E F, 1980, Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy*, Vol 88 (April), pp 288-307.
- Fama, E F – Jensen, M C, 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, Vol 26 (June), pp 301-325.
- Fama, E F – Fisher, L – Jensen, M C – Roll, R, 1969, The Adjustment of Stock Prices to New Information, *International Economic Review*, Vol 10 (February), pp 1-21.
- Figlewski, S, 1978, Market "Efficiency" in a Market with Heterogenous Information, *Journal of Political Economy*, Vol 86, No 4 (April), pp 581-597.
- Fishburn, P C, 1987, Reconsiderations in the Foundations of Decision under Uncertainty, *Economic Journal*, Vol 93, No 388 (December), pp 825-841.
- Fisher, F M, 1983, *Disequilibrium Foundations of Equilibrium Economics*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Fisher, I, 1930, *The Stock Market Crash and After*, Macmillan, New York.
- Flath, D – Knoeber, Ch R, 1985, Managerial Shareholding, *Journal of Industrial Economics*, Vol XXXIV, No 1 (September), pp 93-100.
- Freeman, C, 1974, *The Economics of Industrial Innovation*, Penguin, Harmondsworth.
- Frydman, R, 1982, Towards an Understanding of Market Processes: Individual Expectations, Learning, and Convergence to Rational Expectations Equilib-

- rium, *American Economic Review*, Vol 72, No 4, pp 652-668.
- Furtado, E P H – Rozeff, M S, 1987, The Wealth Effects of Company Initiated Management Changes, *Journal of Financial Economics*, Vol 18, pp 147-160.
- Futia, C A, 1980, Schumpeterian Competition, *Quarterly Journal of Economics*, Vol XCIV No 4 (June).
- Giammarino, R M – Heinkel, R L, 1986, A Model of Dynamic Takeover Behavior, *Journal of Finance*, Vol 41, No 2 (June), pp 465-480.
- Gibbons, M R, 1987, The Interrelations of Finance and Economics: Empirical Perspectives, *American Economic Review, Papers and Proceedings* (May), pp 35-41.
- Gibrat, R, 1930, Une loi des répartitions économiques: L'effet proportionnel, *Bulletin de la Statistique Général de la France*, pp 469 ff.
- Gibrat, R, 1931, *Les inégalités économiques*, Paris.
- Gilson, R J, 1981, A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers, *Stanford Law Review*, Vol 33 (May), pp 819-891.
- Gilson, R J, 1984, Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing, *The Yale Law Journal*, Vol 94, No 2 (Dec), pp 239-313.
- Gilson, R J – Kraakman, R H, 1984, The Mechanisms of Market Efficiency, *Virginia Law Review* Vol 70, No 4 (May), pp 549- 644.
- Gilson, R J – Mnookin, R H, 1984, *Sharing among the Human Capitalists: An Economic Inquiry into the Corporate Law Firm and how Partners Split Profits*, Law and Economics Program, Stanford Law School, Working paper No 16.
- Glete, J, 1987, *Ägande och industriell omvandling*, Ägargrupper, skogsindustri, verkstadsindustri 1850-1950, SNS, Kristianstad.
- Glick, R – Wihlborg, C, 1986, Financial Markets and Information Acquisition in International Macro Economic Adjustment, *Journal of International Money and Finance* (Sept).
- Gordon, M J, 1962, *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, Homewood, Ill.
- Granstrand, O, 1982, *Technology, Management and Markets. An Investigation of R&D and Innovation in Industrial Organizations*. Frances Pinter Publishers Ltd, London.
- Granstrand, O – Sjölander, S, 1987, *Managing Innovation in Multi-Technology Corporations*, Dep. of Industrial Organization, (mimeo), Chalmers University of Technology, (August).
- Grossman, S J – Hart, O D, 1980, Takeover Bids, the Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *Bell Journal of Economics*, Vol 11 (Spring), pp 42-64.
- Grossman, S J – Hart, O D, 1981, The Allocational Role of Takeover Bids in Situations of Asymmetric Information, *Journal of Finance*, Vol XXXVI, No 2 (May), pp 253-270.
- Grossman, S J – Hart, O D, 1986, The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy*, Vol 94, No 4 (August), pp 691-719.
- Grossman, S J – Hart, O D, 1987, *One Share/One Vote and the Market for Corporate Control*, NBER Working paper No 2347.
- Grossman, S J – Stiglitz, J, 1980, On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, *American Economic Review*, Vol 70, (June), pp 393-402.
- Hahn, F, 1973, *On the Notion of Equilibrium in Economics*, (Inaugural lecture), Cambridge University Press, Cambridge.
- Hahn, F, 1982, Reflections on the Invisible Hand, *Lloyds Bank Review*, April.
- Hall, B H, 1987a, *The Effect of Takeover Activity on Corporate Research and Development*, NBER Working paper No 2191 (March).

- Hall, B H, 1987b, The Relationship between Firm Size and Firm Growth in the US Manufacturing Sector, *Journal of Industrial Economics*, Vol XXXV, No 4 (June), pp 583-606.
- Hanson, K A, 1986, On New Firm Entry and Macro Stability; in *The Economics of Institutions and Markets, IUI Yearbook 1986-1987*, Stockholm.
- Harris, M, – Holmström, B, 1982, A Theory of Wage Dynamics, *Review of Economic Studies*, Vol XLIX, pp 315–333.
- Hart, A G, 1942a, *Anticipations, Uncertainty and Dynamic Planning*, Chicago University Press, Chicago.
- Hart, A G, 1942b, Risk, Uncertainty, and the Unprofitability of Compounding Probabilities; in Lange-McIntyre-Yntema (eds), 1942, *Studies in Mathematical Economics and Econometrics in Memory of Henry Schultz*, University of Chicago Press, Chicago.
- Hart, O D, 1987, *Capital Structure as a Control Mechanism in Corporations*, MIT, Department of Economics, Working paper No 441.
- Hasbrouck, J, 1985, The Characteristics of Takeover Targets: q and other measures, *Journal of Banking and Finance*, Vol 9, No 3 (September), pp 351-362.
- von Hayek, F A, 1935, *Collectivist Economic Planning*, George Rutledge and Sons, London.
- von Hayek, F A, 1940, Socialist Calculation, *Economica*, Vol VII, No 26.
- von Hayek, F A, 1945, The Use of Knowledge in Society, *American Economic Review*, Vol XXXV, No 4, pp 519-530.
- Hayes, R H – Abernathy, W J, 1982, Managing our Way to Economic Decline, *Harvard Business Review*, July/August.
- Heal, G M, 1973, *The Theory of Economic Planning*, Amsterdam-London.
- Hedlund, G – Hägg, I – Horner, E – Rydén, B, 1985, *Institutioner som ägare*, SNS, Stockholm.
- Heiner, R A, 1983, The Origin of Predictable Behavior, *American Economic Review*, Vol 83, No 4 (September), pp 560-595.
- Helpman, E – Krugman, P R, 1985, *Market Structure and Foreign Trade, Increasing Returns, Imperfect Competition and the International Economy*, The MIT Press, Cambridge and London.
- Hendershott, P H, 1981, The Decline in Aggregate Share Values: Taxation, Valuation Errors, Risk, and Profitability. *American Economic Review*, Vol 71, No 5.
- Hirshleifer, J, 1958, On the Theory of Optimal Investment Decision, *Journal of Political Economy*, (August), pp 329-352.
- Hirshleifer, J, 1966, Investment Decision under Uncertainty: Applications of the State-Preference Approach, *Quarterly Journal of Economics*, (May), pp 252-277.
- Hirshleifer, J, 1971, The Private and Social Value of Information and the Reward of Inventive Activity, *American Economic Review*, Vol LXI, No 4, pp 561–574.
- Hirschman, A O, 1970, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Hite, G L, Owers, J E, Rogers, R C, 1987, The Market for Interfirm Asset Sales – Partial Sell-Offs and Total Liquidations, *Journal of Financial Economics*, Vol 18, pp 229-252.
- Holmström, B – Ricart i Costa, J E, 1986, Managerial Incentives and Capital Management, *Quarterly Journal of Economics*, Vol CI, Issue 4, November.
- Huntsman, B – Hoban, J, 1980, Investment in New Enterprise: Some Empirical Observations on Risk, Return, and Market Structure, *Financial Management*, Vol 9 (Summer), pp 44-51.
- Hägerstrand, T, 1953, *Innovationsförloppet ur korologisk synpunkt*, Lunds Universitet, Lund.
- Hägg, I, 1982, *Intressentmodellen som ideologi*; i Westholm, C J (ed) (1982).

- Ijiri, Y – Simon, H A, 1971, Effects of Mergers and Acquisitions on Business Firms Concentration, *Journal of Political Economy*, Vol 79, No 2 (March), pp 314-322.
- Ijiri, Y – Simon, H A, 1974, Interpretations of Departures from the Pareto Curve Firm-Size Distributions, *Journal of Political Economy*, Vol 82, (March/April), pp 315-331.
- Jacobsson, S M, 1984, *Acquisitions and Management of Innovative Companies*, Chalmers University of Technology, Dep. of Industrial Management, Göteborg.
- Jagrén, L, 1986, *Företagens tillväxt i ett historiskt perspektiv*, IUI Working Paper No 165, Stockholm.
- Jahera, J S, Jr – Lloyd, W P – Page, D E, 1987, Firm Diversification and Financial Performance, *Quarterly Review of Economics and Business*, Vol 27, No 1 (Spring), pp 51-62.
- James, Ch M – Wier, P, 1987, Returns to Acquirers, and Competition in the Acquisition Market: The Case of Banking, *Journal of Political Economy*, Vol 95, No 2 (April), pp 355-370.
- Jensen, M C, 1983, Organization Theory and Methodology, *Accounting Review*, Vol 58, pp 319-339.
- Jensen, M C, 1984, Takeovers: Folklore and Science, *Harvard Business Review*, (November/December), pp 109-121.
- Jensen, M C, 1985, When Unocal Won over Pickens, Shareholders and Society Lost, *Financier, the Journal of Private Sector Policy*, Vol IX, No 11 (November), pp 50-52.
- Jensen, M C, 1986a, The Takeover Controversy: Analysis and Evidence, *Midland Corporate Finance Journal*, Vol 4, No 2 (Summer), pp 6-32.
- Jensen, M C, 1986b, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, Papers and Proceedings, Vol 76, (May), pp 323-329.
- Jensen, M C – Meckling, W H, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol 3 (October), pp 305-360.
- Jensen, M C – Meckling, W H, 1979, Rights and Production Functions: An Application to Labor-Managed Firms and Codetermination, *Journal of Business*, Vol 52, pp 469-506.
- Jensen, M C – Ruback, R S, 1983, The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol 11 (April), pp 5-50.
- Jensen, M C et al, 1978, Symposium on Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency, *Journal of Financial Economics*, Vol 6 (June/September), pp 93-330.
- Jordan, J C, 1985, Learning Rational Expectations: The Finite State Case, *Journal of Economic Theory*, Vol 36, No 2, pp 257-276.
- Jorgenson, D W, 1963, Capital Theory and Investment Behavior, *American Economic Review*, Vol 53 (1963:2), Papers and Proceedings.
- Jorgenson, D W – Griliches, Z, 1967, The Explanation of Productivity Change, *Review of Economic Studies*, Vol 36, No 2, pp 257-276.
- Kahneman, D – Tversky, A, 1979, Prospect Theory: Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, Vol 47, No 3 (March).
- Kamien, M I – Schwartz, N L, 1976, On the Degree of Rivalry for Maximum Innovative Activity, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 90, pp 245-260.
- Kanbur, S M, 1980, A Note on Risk Taking, Entrepreneurship, and Schumpeter, *History of Political Economy*, Vol 12, No 4, pp 489-498.
- Kaufman, R T – Jacoby, R A, 1986, The Stock Market and the Productivity Slowdown; International Evidence, *Review of Economics and Statistics*, Vol LXVIII, No 1 (February), pp 18-23.

- Keynes, J M, 1936, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, London etc.
- Kierzkowski, H (ed), 1984, *Monopolistic Competition and International Trade*, Oxford University Press.
- Kirkland, R, 1984, When Paying off a Raider Benefits the Shareholders, *Fortune* (April 30, 1984), pp 152-158.
- Kirzner, I, 1973, *Competition and Entrepreneurship*, University of Chicago Press, Chicago.
- Kleidon, A W, 1986, Bias in Small Sample Tests of Stock Price Rationality, *Journal of Business*, Vol 59, No 2, pp 237-261.
- Klein, B – Crawford, R G – Alchian, A A, 1978, Vertical Integration, Appropriable Rents and the Competitive Contracting Process, *Journal of Law and Economics*, Vol XXI, pp 297-326.
- Klevmarcken, A, 1988, Den svenska förmögenhetsfördelningen 1983/84; i *Räntan, ägandet och fördelningen. Årsbok och verksamhetsberättelse 1987-1988*, IUI, Stockholm.
- Knight, F H, 1921, *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton-Mifflin, Boston.
- Knoeber, C R, 1986, Golden Parachutes, Shark Repellents and Hostile Tender Offers, *American Economic Review*, Vol 76, No 1 (March), pp 155-167.
- Krugman, P R, 1983, New Theories of Trade Among Industrial Countries, *American Economic Review; Papers and Proceedings*, Vol 73, No 2, pp 343-353
- Lang, H, 1987, *Herman Wold on Optimal Properties of Exponentially Weighed Forecasts*, IUI Working Paper No 179, Stockholm.
- Lange, O, 1936-1937, On the Economic Theory of Socialism, *Review of Economic Studies*, Vol IV, No 1.
- Larson, R, 1987, *Coordination of Action in Mergers and Acquisitions*, Draft for Doctor Dissertation, Department of Business Administration, University of Lund, Lund.
- Law, W A, 1986, A Corporation is More Than Its Stock, *Harvard Business Review*, (May/June).
- Lease, R C – McConnel, J J – Mikkelson, W H, The Market Value of Control in Publicly-Traded Corporations, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, pp 439-471.
- Leech, D, 1987a, Ownership Concentration and the Theory of the Firm: A Simple-Game-Theoretic Approach, *Journal of Industrial Economics*, Vol XXXV, No 3 (March), pp 225-240.
- Leech, D, 1987b, Ownership Concentration and Control in Large US Corporations in the 1930s. An Analysis of the TNEC Sample. *Journal of Industrial Economics*, Vol XXXV, No 3 (March), pp 333-342.
- Leibowitz, A – Tollison, R, 1980, Free Riding, Shirking, and Team Production in Legal Partnerships, *Economic Inquiry*, Vol XVIII, No 3 (July), pp 380-394.
- Leijonhufvud, A, 1985, Capitalism and the Factory System; Chapter 9 in Langlois, R N (ed), *Economics as a Process*, Cambridge University Press, Cambridge, London, New York etc.
- LeRoy, S F, 1982, Expectations Models of Asset Prices: A Survey of Theory, *Journal of Finance*, Vol 37, No 1 (March), pp 185-217.
- LeRoy, S – Singell, L D, Jr, 1987, Knight on Risk and Uncertainty, *Journal of Political Economy*, Vol 95, No 2, pp 394-406.
- Lerner, E M – Carleton, W T, 1966, *A Theory of Financial Analysis*, New York, Chicago, Burlingame.
- Levin, C R – Cohen, W M – Mowery, D C, 1985, R&D Appropriability, Opportunity, and Market Structure: New Evidence on Some Schumpeterian Hypotheses, *American Economic Review*, Vol 75, No 2 (May), pp 20-24.

- Lewis, K K, 1987, *Can Learning Affect the Behavior of Asset Prices?* (mimeo), N Y University, Graduate School of Business, New York.
- Lindh, T, 1988, *Konsistenta reaktionsförväntningar på oligopolmarknaden – en återvändsgränd?* Ekonomiska studier, nr 1, Nationalekonomiska Institutionen, Uppsala.
- Lindörn, B – Wohlin, L, 1978, *Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering*, IUI Booklet No 86, Stockholm.
- Linn, S C – McConnell, J J, 1983, An Empirical Investigation of the Impact of 'Antitakeover' Amendments on Common Stock Prices, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, pp 361-399.
- Littlechild, S C – Owen, G, 1980, An Austrian Model of the Entrepreneurial Market Process, *Journal of Economic Theory*, Vol 23, pp 361-379.
- Litzenberger, R H – Ramaswamy, K, 1982, The Effects of Dividends on Common Stock Prices – Tax Effects or Information Effects?, *Journal of Finance*, Vol XXXVII, No 2 (May).
- Loderer, C – Zimmermann, H, 1985, Rights Issues in Switzerland: Some Findings to Consider in the Debate over Financing Decisions (mimeo).
- Loomis, C J, 1985, Beating the Market by Buying Back Stock, *Fortune*, April 29, pp 42-48.
- Loury, G C, 1979, Market Structure and Innovation, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 93, pp 295-310.
- Lowenstein, L, 1985, Management Buyouts, *Columbia Law Review* (May), pp 730-784.
- Lucas, R E, 1978, On the Size Distribution of Business Firms, *Bell Journal of Economics*, Vol 9, pp 508-523.
- Lucas, R E, 1983, Econometric Policy Evaluation: A Critique; in Brunner – Meltzer (eds), *Theory, Policy Institutions*, Papers from the Carnegie-Rochester Conference on Public policy, Amsterdam, New York, Oxford (North-Holland).
- Lundahl, U – Skärvad, P-H, 1982, Intressemodellen i teori och praktik; i Westholm, C J (ed) (1982).
- Lundholm, M, 1988, *Information in Economic Theory: The Austrian Approach* (mimeo), Nationalekonomiska institutionen, Uppsala Universitet, Uppsala.
- Machina, M J, 1987, Choice under Uncertainty; Problems Solved and Unsolved, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol 1, No 1 (Summer), pp 121-154.
- Malinvaud, E, 1967, Decentralized Procedures in Planning; in Malinvaud, E – Bacharach, M O L (1967).
- Malinvaud, E – Bacharach, M O L, 1967, *Activity Analysis in the Theory of Growth and Planning*, Macmillan, London.
- Manne, H G, 1965, Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, Vol LXXIII, No 2 (April), pp 110-120.
- Mansfield, E, 1968, *The Economics of Technical Change*, W.W. Norton, New York.
- Markowitz, H M, 1959, *Portfolio Selection*, Yale University Press, New Haven.
- Marris, R, 1968, *The Economic Theory of "Managerial" Capitalism*, New York.
- Marris, R – Mueller, D C, 1980, The Corporation, Competition, and the Invisible Hand, *Journal of Economic Literature*, Vol XVIII, No 1, pp 32-63.
- Marshall, A, 1919, *Industry and Trade*, London.
- Marx, K, 1867, *Das Kapital; Kritik der politischen Oeconomie*, Vol I. Der Produktionsprozess des Kapitals, Hamburg.
- Marx, K, 1885, *Das Kapital; Kritik der politischen Oeconomie*, Vol II. Der Cirkulationsprozess des Kapitals, Hamburg.
- Marx, K, 1894, *Das Kapital; Kritik der politischen Oeconomie*, Vol III. Der Gesamtprozess der kapitalistischer Produktion, Hamburg.

- McCall, J J, 1982, *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, New York.
- McQueen, D H – Wallmark, J T, 1983, *Viktiga innovationer i Sverige 1945-1980*, STU-information No 350, STU, Stockholm.
- Michel, A – Shaked, I, 1984, Does Business Diversification Affect Performance?, *Financial Management*, Vol 13 (Winter), pp 18-25.
- Mill, J S, 1848, *Principles of Political Economy with Some of Their Applications to Social Philosophy*, London.
- Miller, M H – Scholes, M S, 1982, Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence, *Journal of Political Economy*, Vol 90, No 6.
- Modigliani, F – Cohn, R, 1979, Inflation, Rational Valuation and the Market, *Financial Analysts Journal*, Vol 35 (March/April), pp 24-44.
- Modigliani, F – Miller, M H, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Vol 48 (June), pp 261-297.
- Modigliani, F – Miller, M H, 1963, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, Vol LIII, No 3 (June), pp 433-443.
- Morck, R – Shleifer, A – Vishny, R W, 1986, *Management Ownership and Corporate Performance: An Empirical Analysis*, NBER Working Paper No 2055 (October).
- Mortenson, D T, 1982a, Property Rights and Efficiency in Mating, Racing, and Related Games, *American Economic Review*, Vol 72, No 5 (December), pp 968-979.
- Mortenson, D T, 1982b, The Matching Process as a Noncooperative Bargaining Game; in McCall (ed), *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, New York.
- Mossin, J, 1966, Equilibrium in a Capital Asset Market, *Econometrica*, Vol 34, (July), pp 768-783.
- Mueller, D C, 1977, The Persistence of Profits above the Norm, *Economica*, Vol 44 (176) (November), pp 369-380.
- Mueller, D C, 1985, *Profits in the Long Run*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Murnane, R J – Nelson, R R, 1984, Production and Innovation when Techniques are Tacit: The Case of Education, *JEBO*, Vol 5, Nos 3-4 (September/December).
- Muth, J F, 1960, Optimal Properties of Exponentially Weighted Forecasts, *Journal of American Statistical Association*, Vol 55, No 290.
- Muth, J F, 1961, Rational Expectations and the Theory of Price Movements, *Econometrica*, Vol XXIX, pp 315-335.
- Nelson, R R – Winter, S G, 1982, *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Cambridge, Mass. and London.
- Nichols, D A, 1980, Is There an Efficient Level of Unemployment? Simulation Experiments on a Labor Market Model; in Bergman, B, Eliasson, G, Orcutt, G (eds), *Micro Simulation – Models, Methods and Applications*, IUI Conference Reports 1980:1, Stockholm.
- Ofer, A R – Thakor, A V, 1987, A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends, *Journal of Finance*, Vol 42, No 2 (June), pp 365-394.
- Oxelheim, L, 1988a, *Finansiell integration – en studie av svenska marknadens internationella beroende*, IUI, Stockholm.
- Oxelheim, L, 1988b, Den internationella räntespridningen i Sverige; i *Räntan, ägandet och fördelningen. Årsbok och verksamhetsberättelse 1987-1988*, IUI, Stockholm 1988.

- Pelikan, P, 1985a, *Private Enterprise vs. Government Control: An Organizationally Dynamic Comparison*, IUI Working Paper No 137, Stockholm.
- Pelikan, P, 1985b, *Some Elementary Principles of Industrial Policy: An Organizationally Dynamic Approach*, paper presented at the 12th Annual EARIE Conference, Cambridge, England.
- Pelikan, P, 1987, Why Private Enterprise? Towards a Dynamic Analysis of Economic Institutions and Policies, *The Economics of Institutions and Markets, IUI Yearbook 1986-1987*, IUI, Stockholm.
- Pelikan, P, 1988, Val av ekonomiskt system och produktionens effektivitet; i *Räntan, ägandet och fördelningen. Årsbok och verksamhetsberättelse 1987-1988*, IUI, Stockholm
- Pitelis, C N – Sugden, R, 1986, The Separation of Ownership and Control in the Theory of the Firm: A Reappraisal. *International Journal of Industrial Organization*, Vol 4, No 1 (March), pp 69-86.
- Polanyi, M, 1967, *The Tacit Dimension*, Garden City, N Y; Doubleday Anchor.
- Porter, M, 1985, *Competitive Advantage. Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, Macmillan, New York.
- Pratten, C, 1976, *A Comparison of the Permanence of Swedish and U.K. Companies*, Cambridge University Press, London.
- Radner, R, 1979, Rational Expectations Equilibrium: Generic Existence and the Information Revealed by Prices, *Econometrica*, Vol 47, pp 655-678.
- Radner, R, 1981, Monitoring Cooperative Agreements in a Repeated Principal-Agent Relationship, *Econometrica*, Vol 49 (September) pp 1127-1148.
- Radner, R, 1985, Repeated Principal-Agent Games with Discounting, *Econometrica*, Vol 53, No 5 (September), pp 1173-1197.
- Radner, R, 1986a, Repeated Moral Hazard with Low Discounts Rates, ch. 2 in Heller – Starr – Starreth (eds), 1986, *Uncertainty, Information and Communication – Essays in Honor of Kenneth J Arrow*, Vol III, Cambridge University Press, Cambridge, London etc.
- Radner, R, 1986b, "Can Bounded Rationality Resolve the Prisoners' Dilemma?", Ch. 20 in Radner – Radner (1986), Elsevier Science Publishers B.V. (North-Holland), pp 387-399.
- Radner, R – Marschak, J, 1972, *The Economic Theory of Teams*, Cowles Foundation Monograph, Yale.
- Ravenscraft, D J – Scherer F M, 1986, *Life after Takeover*, (September) (mimeo), Swarthmore College, Swarthmore.
- Ravenscraft, D J – Scherer, F M, 1987, *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*, The Brookings Institution, Washington D.C.
- Reinganum, M R, 1983, The Anomalous Stock Market Behavior of Small Firms in January, *Journal of Financial Economics*, Vol 9 (March), pp 19-46.
- Reinganum, M R, 1984, Discussion: What the Anomalies Mean?, *Journal of Finance*, Vol 39, No 3 (January), pp 837-840.
- Reitberger, G – Utterback, J, 1982, *Technology and Industrial Innovation in Sweden – A Study of New Technology Based Firms*, MIT-CPA, STU, Stockholm.
- Ricardo, D, 1821, *The Principles of Political Economy and Taxation* (third ed), London.
- Ricart i Costa, J E, 1987, *On Managerial Contracting with Asymmetric Information*, Paper presented to the EARIE Conference in Madrid, August 31-September 2, 1987 (mimeo).
- Robinson, J, 1933. *The Economics of Imperfect Competition*, London.
- Roll, R, 1986, The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, Vol 59, No 2, Pt 1 (April), pp 197-216.
- Ross, S A, 1973, The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, *American Economic Review*, Vol 63 (May), pp 134-139.

- Ross, S A, 1976, The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, *Journal of Economic Theory*, (December), Vol 13, pp 341-360.
- Ross, S A, 1977, The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach, *Bell Journal of Economics*, Vol 8 (Spring), pp 23-40.
- Ross, S A, 1987, The Interrelations of Finance and Economics: Theoretical Perspectives, *American Economic Review, Papers and Proceedings* (May), pp 29-34.
- Ruback, R S, 1983, Assessing Competition in the Market for Corporate Acquisitions, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, pp 141-153.
- Rydén, B, 1971, *Fusioner i svensk industri*, IUI, Stockholm.
- Rydgqvist, K, 1986, *The Pricing of Shares with Different Voting Power and The Theory of Oceanic Games*, EFI, Stockholm.
- Sah, R K – Stiglitz, J E, 1986, The Architecture of Economic Systems: Hierarchies and Polyarchies, *American Economic Review*, Vol 76, No 4 (Sept) pp 716-727.
- Sahal, D, 1981, *Patterns of Technological Innovation*, Addison-Wesley Publishing Company, Reading, Mass.
- Saloner, G, 1987, Predation, Mergers, and Incomplete Information, *Rand Journal of Economics*, Vol 18, No 2 (Summer).
- Samuelson, P A, 1965, Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly, *Industrial Management Review* (Spring), pp 41-49.
- Samuelsson, K, 1951, *De stora köpmanshusen i Stockholm 1730–1815 – en studie i den svenska handelskapitalismens historia*, Ekonomisk-historiska institutet, Stockholm.
- Scherer, F M, 1976, Predatory Pricing and the Sherman Act: A Comment. *Harvard Law Review*, Vol 89, pp 869-890.
- Scherer, F M , 1980 (2nd ed), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin, Boston etc
- Scherer, F M, 1986, *On the Current State of Knowledge in Industrial Organization*; in de Jong, H W – Shepherd, W G (1986).
- Schumpeter, J A, 1912 (English edition 1934), *The Theory of Economic Development*, Harvard Economic Studies, Vol XLVI, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Schumpeter, J A, 1954, *History of Economic Analysis*, Oxford University Press (1986 ed. Allen & Unwin, London, Boston, Sydney).
- Schumpeter, J A, 1942, *Capitalism, Socialism and Democracy*, Harper & Row, New York.
- Scott, L O, 1985, The Present Value Model of Stock Prices; Regression Tests and Monte Carlo Results, *The Review of Economics and Statistics*, Vol LXVII, No 4 (November), pp 599-605.
- Shiller, R J, 1981, Do Stock Prices Move too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?, *American Economic Review*, Vol 71 (June), pp 421-436.
- Shiller, R J, 1984, Stock Prices and Social Dynamics, *Brookings Papers on Economic Activity*, No 2, pp 457-510.
- Shiller, R J – Siegel, J J, 1979, The Gibson Paradox and Historical Movements in Real Interest Rates, *Journal of Political Economy*, Vol 85 (October), pp 891-907.
- Shipper, K – Thompson, R, 1983, Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, pp 85-119.
- Shleifer, A – Summers, L H, 1987, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, NBER Working paper No 2342.
- Shleifer, A – Vishny, R W, 1986a, Greenmail, White Knights, and Shareholders' Interest, *Rand Journal of Economics*, Vol 17, No 3 (Autumn), pp 293-309.

- Shleifer, A – Vishny, R W, 1986b, Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, Vol 94, No 3, Part 1 (June), pp 461-488.
- Shoven, J B – Simon, L B, 1987, *Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate*, NBER Working Paper No 2243 (May).
- Shubik, M, 1985, The Many Approaches to the Study of Monopolistic Competition, *European Economic Review*, Vol 27, No 1, pp 97-114.
- Simon, H A, 1952-53, A Comparison of Organization Theories, *Review of Economic Studies*, Vol 20, No 51, pp 40-48.
- Simon, H A, 1955a, A Behavioral Model of Rational Choice, *Quarterly Journal of Economics*, Vol 69, pp 99-118.
- Simon, H A, 1955b, On a Class of Skew Distribution Functions, *Biometrika*, Vol 42 (December).
- Simon, H A, 1956, Dynamic Programming under Uncertainty with a Quadratic Criterion Function, *Econometrica*, Vol 24, pp 74-81.
- Simon, H A, 1959, Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science, *American Economic Review*, Vol 49 (June), pp 253-283.
- Simon, H A, 1962, New Development in the Theory of the Firm, *American Economic Review*, Vol 52, No 2, pp 1-15.
- Simon, H A, 1979, Rational Decision-Making in Business Organizations, *American Economic Review*, Vol 69, No 4, pp 493-513.
- Simon, H A – Bonini, C P, 1958, The Size Distribution of Business Firms, *American Economic Review*, Vol 48 (September), pp 607-617.
- Smith, A, 1776, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Modern Library, New York 1937.
- Smith, K V – Weston, J F, 1977, Further Evaluation of Conglomerate Performance, *Journal of Business Research*, Vol 5, No 1 (March), pp 5-14.
- Spence, M, 1984, Industrial Organization and Competitive Advantage in Multinational Industries, *American Economic Review, Papers and Proceedings* (May).
- Steer, P S – Cable, J, 1978, Internal Organization and Profit: An Empirical Analysis of Large UK Companies, *Journal of Industrial Economics*, Vol 27 (September), pp 13-30.
- Stern, J, 1979, The Dividend Question, Opinion Column, *Wall Street Journal* (July 15).
- Stevens, J L, 1986, Tobin's q-Ratio, Monopoly Earnings, Risk, and Dividend Policy, *Journal of Business Research*, Vol 14, No 3 (June), pp 213-223.
- Stigler, G J, 1961, The Economics of Information, *Journal of Political Economy*, Vol LXIX, No 3 (June).
- Stiglitz, J E, 1975, The Theory of 'Screening', Education and the Distribution of Income, *American Economic Review*, Vol 65, No 3, pp 283-300.
- Stiglitz, J E, 1979, On Search and Equilibrium Price Distributions; in Boskin, M J (ed), *Economic and Human Welfare*, Academic Press.
- Stiglitz, J E, 1985, Information and Economic Analysis: A Perspective, *Economic Journal*, Vol 95, Conference papers.
- Ståhl, I, 1976, Ägande och makt i företagen – ett debattinlägg, *Ekonomisk Debatt*, nr 1.
- Ståhl, I, 1982, Intressentmodell och kontraktsmodell; i Westholm, C J (1982).
- Summers, L H 1985, On Economics and Finance, *Journal of Finance*, Vol 40, No 3 (July), pp 633-635.
- Summers, L H, 1986, Does the Stock Market Rationally Reflect Fundamental Values?, *Journal of Finance*, Vol XLI, No 3 (July), pp 591-601.
- Södersten, J – Lindberg, T, 1983, *Skatt på bolagskapital – Sverige i jämförelse med Storbritannien, USA och Västtyskland*, IUI Research Report No 20, Stockholm.

- Teece, D J, 1981, Internal Organization and Economic Performance: An Empirical Analysis of the Profitability of Principal Firms, *Journal of Industrial Economics*, Vol XXX, No 2 (December), pp 173-200.
- Tehraniyan, H – Travlos, N G – Waagelein, J F, 1987, The Effect of Long-Term Performance Plans on Corporate Sell-Off-Induced Abnormal Returns, *Journal of Finance*, Vol XLII, No 4 (September), pp 933-986.
- Teigen, R, 1976, *Financial Development and Stabilization Policy: a Study of the Scandinavian Economies*, Economic Research Reports A 19, Sveriges Industrieförbund, Stockholm.
- Thompson, R, 1981, Internal Organization and Profit: A Note, *Journal of Industrial Economy*, Vol XXX, No 2 (December), pp 201-212.
- Tobin, J, 1958, Liquidity Preference as Behavior Towards Risk, *Review of Economic Studies*, Vol 67 (February), pp 65-85.
- Tobin, J, 1969, A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, *Journal of Money, Credit, and Banking*, No 1, pp 15-29.
- Travlos, N G, 1987, Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns, *Journal of Finance*, Vol 42, No 4 (September), pp 943-963.
- Tversky, A – Kahneman, D, 1981, The Framing of Decisions and the Psychology of Choice, *Science*, January, pp 453-458.
- Walras, L, 1874, *Elements d'économie politique pure*. English translation of 1926 edition: Elements of Pure Economics, or the Theory of Social Wealth, Allen and Unwin, London 1954.
- Wahlroos, B – Berglund, T, 1986, Stock Returns, Inflationary Expectations and Real Activity: New Evidence, *Journal of Banking and Finance*, Vol 10, No 3 (October), pp 377-390.
- Veranen, J, 1987, *The Ownership Function and the Performance of the Firm – A Study of the Renewal Process of the Firm*. The Helsinki School of Economics and Business Administration, Helsingfors.
- Werin, L, 1979, *Ekonomi och rättssystem*, Stockholm.
- Westholm, C J (ed), 1982, *Företagets intressenter och kontrakt*, SAF, Stockholm.
- Weston, J F, 1981, Developments in Finance Theory; in *Financial Management Tenth Anniversary Issue*, Vol 10, pp 5-22.
- Weston, J F – Mansinghka, S K, 1971, Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms. *Journal of Finance*, Vol XXVI, No 4 (September), pp 919-936.
- Weston, J F – Smith, K V – Shrieves, R E, 1972, Conglomerate Performance Using the Capital Asset Pricing Model, *Review of Economics and Statistics*, Vol 54 (November), pp 357-362.
- Wicksell, K, 1898, *Geldzins und Güterpreise* (Interest and Prices), published 1965 by AMK Bookseller, New York.
- Wier, P, 1983, The Costs of Antimerger Lawsuits. Evidence from the Stock Market, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, pp 207-224.
- Wihlborg, C, 1987, *Speculation, Bubbles, and Sunspots under Structural Uncertainty*, IUI Working Paper No 180, Stockholm.
- Williamson, O E, 1964, *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N J.
- Williamson, O E, 1975, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*, Macmillan, New York.
- Williamson, O E, 1981, The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes, *Journal of Economic Literature*, Vol 19 (December), pp 1537-1568.
- Wilson, J W – Jones, Ch P, 1987, A Comparison of Annual Common Stock Returns: 1871-1925 with 1926-1985, *Journal of Business*, Vol 60, No 2 (April), pp 239-257.

- Winter, S G, 1964, Economic 'Natural Selection' and the Theory of the Firm, *Yale Economic Essays* (Spring).
- Winter, S G, 1971, Satisfying, Selection and the Innovating Remnant, *Quarterly Journal of Economics*, Vol LXXXV (May), pp 237-261.
- Wold, H, 1938, *A Study in the Analysis of Stationary Time Series*, Uppsala.
- Zellner, A, 1983, Statistical Theory and Econometrics, Ch 2 in Griliches – Intriligator (eds) *Handbook of Economics*, Vol I, 1983, North-Holland, Amsterdam, New York, Oxford.
- Yarrow, G K, 1985, Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process, *Journal of Industrial Economy*, Vol XXXIV, No 1 (September), pp 3-16.
- Yen, G, 1987, Merger Proposals, Managerial Discretion, and Magnitude of Shareholders' Wealth Gains, *Journal of Economics and Business*, Vol 39, pp 251-266.
- Young, P, 1928, Increasing Returns and Economic Progress. *The Economic Journal* (December), pp 527-542.
- Åkerman, J, 1950, Institutionalism, *Ekonomisk Tidskrift*.

DEL II
SPECIALSTUDIER

Kapitel III

Företagens tillväxt i ett historiskt perspektiv

av Lars Jagrén

Innehåll

	Sida
1 Inledning	237
1.1 Disposition	242
2 Storföretagens tillväxtmönster	242
2.1 Storföretagens tillväxt 1880–1983	242
2.2 Intern och extern tillväxt 1946–83	245
2.3 Enskilda företags tillväxt	248
2.4 Kan storföretagen fortsätta växa?	258
2.5 Industriföretaget i allmänhet	259
2.6 De största företagen 1924/1925, 1944/1945 och 1983	261
3 Små och medelstora företags tillväxt	267
3.1 Nyetableringarnas storlek och betydelse	267
3.2 Småföretagens tillväxt	269
3.3 Nyetablerade teknikföretags tillväxt	273
3.4 Sammanfattning av småföretagens tillväxt	277
3.5 Kulissföretagen	278
4 Avslutning	280
Bilaga 1 Koncernfakturering 1880–1983	282
Bilaga 2 Förädlingsvärde 1950–83	283
Litteratur	284

Figurer

1 Några företags andelar av svensk industriproduktion 1685–1980	237
2 De studerade företagens andel av svensk industri-sysselsättning och svenskt förädlingsvärde	243
3 Företagens tillväxt totalt (Sverige och utlandet) fördelad på intern och extern tillväxt 1946–83	248
4 Enskilda företags tillväxt 1880–1980	250–254

5	Antal nya företag i procent av beståndet samt sysselsättningstillskott genom nya industriföretag	268
6	Nyetablerade företag 1965–74, 1980 års situation	274

Tabeller

1	Sysselsättningstillväxt inom Sverige för några olika branscher och företagsgrupper 1970–83	238
2	Sysselsättningstillväxt inom USA för några olika branscher 1970–83	239
3	Jämförelse mellan storföretagens betydelse i några olika länder 1983	240
4	Svenska storföretags storlek 1972 och 1983 jämfört med de största företagen i några olika länder	240
5	Basdata 1983 om de studerade företagen	243
6	De studerade företagens anställda i Sverige 1880–1983	244
7	Företagsförvärv och avyttringar 1945–83	246
8	Intern sysselsättningsökning och företagsköp i de studerade företagen 1946–83	247
9	Andel anställda i Sverige och utlandet samt totala sysselsättningen 1880–1983	256–257
10	Tillverkningsindustrins saluvärde fördelat på branscher 1915–80	263
11	De 15 största företagen 1924/1925 efter antal anställda i Sverige	264
12	De 15 största företagen 1944/1945 efter antal anställda i Sverige	265
13	De 15 största företagen 1983 efter antal anställda i Sverige	266
14	Bestående småföretag 1954–70	270
15	Bestående småföretag 1954–82	270
16	Antal anställda i företag etablerade 1954–58	271
17	Antal anställda i bestående företag 1958–82	272

18	Sysselsättningen inom de 256 undersökta företagen	272
19	Antal expansiva respektive kontraktiva företag	273
20	Jämförelse mellan företagssamplen	275
21	Finansiell struktur och tillväxt i ett artificiellt företag 2, 6, 10 och 14 år efter starten	276
22	Exempel på snabbväxande företag 1965–83	279

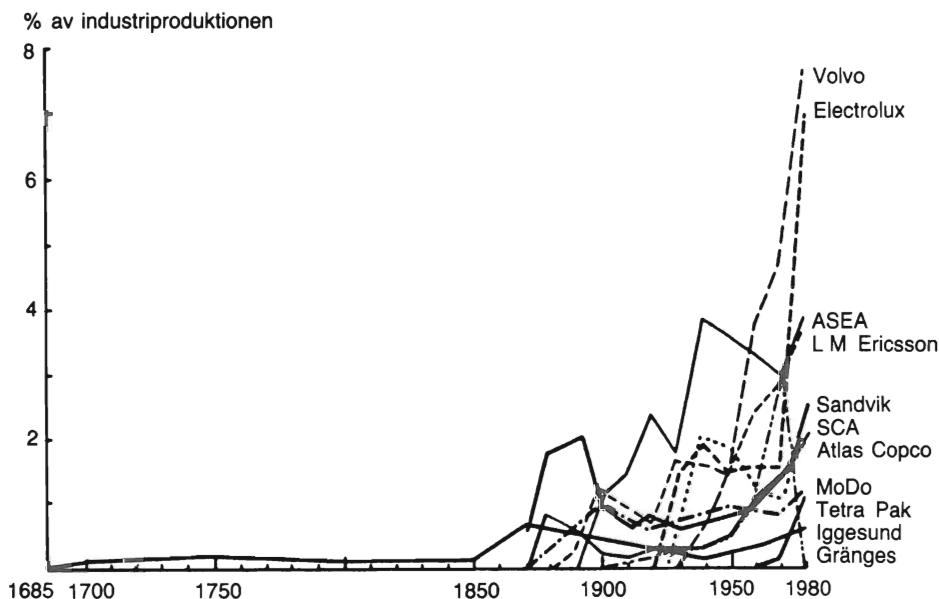
1 Inledning

Svensk industri, och därmed svensk ekonomis, utvecklingsmöjligheter beror givetvis till en viss del på hur den ekonomiska politiken lyckas i termer av inflation, kostnadsökningar m m. Av minst lika stor betydelse – och naturligtvis beroende av de förstnämnda faktorerna – är emellertid utvecklingen och tillväxten inom de enskilda företagen. Det är på denna mikronivå som vår ekonomiska framtid i realiteten bestäms. Utvecklingen i övrigt må vara aldrig så positiv, lyckas inte företagen vad gäller produkter, marknader, nyetableringar och omstruktureringar, blir tillväxten ändå svag. Denna schumpeterianska syn har vad gäller förkrigstiden diskuterats ingående såväl empiriskt som teoretiskt av Dahmén (1950). Hypoteser och grundtankar i detta kapitel är till stor del påverkade av Dahmén-Eliasson (1980).

En bra utgångspunkt för den fortsatta diskussionen utgör figur 1. Där visas olika svenska storföretags andel av industriproduktionen i ett långt historiskt perspektiv. Figuren belyser på ett slående sätt olika företags uppgång och tillbakagång. Figuren bör självfallet ses som en illustration då dataunderlaget i vissa fall varit bristfälligt och beräkningarna schematiska.

En andra utgångspunkt ges i tabell 1, där en sammanställning av sysselsättningsutvecklingen i Sverige fördelad på ett antal delbran-

Figur 1 Några företags andelar av svensk industriproduktion 1685–1980



Källor: Företagshistoriker, årsredovisningar samt egna beräkningar.

Tabell 1 Sysselsättningstillväxt inom Sverige för några olika branscher och företagsgrupper 1970–83
1 000 personer

	1970	1974	1978	1983
Privat näringsliv	3 106	3 017	2 922	2 838
därav a) privata tjänster exkl "business services"	1 576	1 526	1 551	1 507
b) "business services"	78	91	99	116
c) tillverkningsindustri och gruvor	1 055	1 040	980	888
d) byggnadsindustri	369	331	297	290
e) el- och vattenverk	28	29	31	34
Läkemedelsindustri	5	6	8	9 ^a
Företag startade 1954–58	12–15	–	–	12–15
därav genomgående	10–12	–	–	12–15
Största internationaliserade företagen ^b				
a) 5 största	113	129	120	139
b) 10 största	172	192	180	197
c) 20 största	263	290	267	260 ^a
d) 40 största	350	377	347	328 ^a
Totalt antal anställda i till- verkningsindustri och gruvor (1c) minus (2) och (4d)	700	657	625	551

^a 1982.

^b För en definition av företagsgruppen se Eliasson m fl (1985).

Anm: Sysselsättningen inom industrin skiljer sig mellan Nationalräkenskaperna och SOS Industri på grund av olikheter i behandlingen av deltidsarbetande.

Källor: Nationalräkenskaperna, SOS Industri, IUI.

scher och företagsgrupper finns redovisad. Som tabell 1 visar har utvecklingen efter 1970 karakteriserats av ett minskande antal anställda i det privata näringslivet. Nedgången har varit speciellt kraftig inom tillverkningsindustrin och gruvnäringen. Vissa delbranscher karakteriseras dock av tillväxt, t ex läkemedelsindustrin och de 10 största internationaliserade företagen. En annan bransch som vuxit snabbt är tjänstegrenen "business services" som inkluderar olika typer av uppdrags- och konsultverksamhet. Denna bransch domineras av små och medelstora företag.

Dessa resultat påminner om dem som Carlsson (1986) redovisar för USA (tabell 2). Nedgången i antalet sysselsatta i tillverkningsindustrin har dock varit mindre och uppgången i "business services" större i USA än i Sverige. Som framgår av tabell 2 har tjänstesek-

Tabell 2 Sysselsättningstillväxt inom USA för några olika branscher 1970–83
1 000 personer

	1970	1974	1978	1983
Tillverkningsindustrin	19 366	20 078	20 505	18 497
”Business services”	2 452	(3 000)	4 806	6 833
Tjänstesektorn totalt	–	45 597 ^a	51 742 ^b	54 358 ^c

^a 1972 ^b 1977 ^c 1982.

Källa: Carlsson (1986).

torn som helhet expanderat i USA, vilket inte varit fallet i Sverige. Resultat från studier refererade i Du Rietz (1985) tyder på att en avsevärd del av tillväxten i USA skett i små och nyetablerade företag, också detta en olikhet i jämförelse med situationen i Sverige.

Denna första sammanställning belyser bl a den alltmer dominerande roll de största svenska industriföretagen under 60- och 70-talen kommit att få inom det svenska näringslivet (se också t ex Eliasson m fl, 1985). Deras andel av svensk industriproduktion, sysselsättning, export, FoU m m har trendmässigt ökat. De största företagens dominans är, som visas i Oxelheim (1984) betydligt större i Sverige än i de andra nordiska länderna. Även jämfört med förhållandet i flertalet industriländer spelar de svenska storföretagen en mer dominerande roll i ekonomin. Om vi mäter storföretagens¹ betydelse utifrån relationen mellan företagens totala antal anställda och den inhemska industrisysselsättningen får vi det mönster som visas i tabell 3. Koncentrationen, mätt på detta sätt, är mer än två till tre gånger så hög i Sverige som i flertalet andra länder, med undantag för Schweiz där de största företagen dominerar i än högre grad.² En del av förklaringen är sannolikt att de svenska och schweiziska företagen är mer internationaliserade än flertalet andra länders företag med större hemmamarknader. Detta har vi dock inte haft möjlighet att studera närmare.

De svenska storföretagen har under 70-talet expanderat snabbare än flertalet utländska storföretag. Storleksskillnaderna (mätt utifrån antalet anställda) har därmed minskat något. Detta visas i tabell 4, i vilken också framgår hur stora de svenska storföretagen är jämfört med sina internationella konkurrenter.

Storföretagens snabba tillväxt kan förklaras delvis av en stark

¹ Endast industriföretag. Byggföretag, grossistföretag, transportföretag och samhällsföretag ej medräknade. Företagen är rangordnade efter antalet anställda.

² Ytterligare ett möjligt undantag är Nederländerna, där dock data av pålitlig kvalitet saknas.

Tabell 3 Jämförelse mellan storföretagens betydelse i några olika länder 1983

Mätt som företagens totala antal anställda i relation till industrisysselsättning i respektive land.
Procent

	Sverige	USA ^a	Stor- britannien ^b	Italien	Japan	Frankrike	Väst- tyskland	Canada	Schweiz
5 största	21,6	7,9	10,6	13,6	3,4	11,5	10,8	11,8	53,7
10 största	36,2	11,2	16,8	15,3	5,2	17,1	16,5	16,7	73,2
20 största	46,4	15,3	25,5		7,2		21,6		
40 största	57,0	21,4							

^a 1984.

^b Shell och Unilever ej medräknade.

Källor: Fortune, Årsredovisningar, EGs officiella statistik rörande industrisysselsättningen.

Tabell 4 Svenska storföretags storlek 1972 och 1983 jämfört med de största företagen i några olika länder

	Genomsnittstorlek antal anställda svenska storföretag		Storlek i % av genomsnittstorleken för företag från några olika länder											
			USA		Storbritannien		Västtyskland		Frankrike		Schweiz		Japan	
	1972	1983	1972	1983	1972	1983	1972	1983	1972	1983	1972	1983	1972	1983
5 största	50 530	66 974	11,2	15,1	23,1	40,0	25,9	30,0	39,2	41,0	72,3	79,0	–	50,0
10 största	39 457	47 005	12,3	14,8	23,0	35,5	25,1	27,4	36,1	38,9	85,0	81,4	–	45,1
20 största	27 420	31 320	12,6	14,5	21,6	31,1	24,7	28,0					–	43,6
40 största	17 983	19 517	12,2	12,9										

Källor: Fortune, Financial Times, Vision, Årsredovisningar (olika år).

intern tillväxt, t ex satsningar på expansiva marknader, delvis av ett stort antal företagsköp som tillfört koncernerna kompletterande verksamheter och kunskaper. Företagen har genomgått en kontinuerlig strukturomvandling, som medfört att de under de senaste decennierna väsentligen ändrat karaktär och utseende.

Samtidigt står det dock klart att det behövs en ständig förnyring och förändring i toppskiktet för att upprätthålla tillväxten i ekonomin. En springande punkt är därvidlag frågan om vilka företag som kan komma att utgöra morgondagens storföretag. Figur 1 är i detta sammanhang belysande. Figuren visar hur ett antal företags andel av svensk industriproduktion förändrats historiskt sett.

Syftet med denna studie är att pröva den hypotes om den experimentellt organiserade ekonomin som formulerades i kapitel II genom att studera tillväxtförloppet eller livscykeln hos ett antal olika svenska företag. Detta är dels informativt i sig, dels en delförklaring till företagets omstruktureringsprocess. Vi studerar företagen såsom finansiella enheter (beslutsenheter) och koncentrerar därför intresset till den externa strukturomvandlingen.¹ Huvuddelen av studien ägnas åt att beskriva tillväxt- och strukturomvandlingsförloppet för de största svenska företagen, men även – som jämförelse – för ett antal andra företagsgrupper; småföretag, tekniktunga nyetablerade företag, de potentiella storföretagen samt ”industriföretagen i genomsnitt”. Studien innehåller också ett avsnitt som presenterar förändringarna bland de 15 största företagen mellan 1924/1925, 1944/1945 och 1983. Detta möjliggör en kortfattad diskussion om dels stabiliteten och tryggheten i att vara stor, dels utvecklingen i de företag som försvunnit från listan.

Studien strävar i första hand mot att belysa tillväxten hos de storföretag som idag dominerar svensk industri, men uppmärksamhet ägnas även de företagsgrupper som framöver förväntas kunna ta över en växande andel av produktionen allteftersom de idag dominerande företagen tappar tillväxtmomentum. I denna formulering ligger den experimentellt organiserade ekonomins huvudhypotes, nämligen att inte ens de största företagen kan räkna med att ha ett oändligt liv. Förr eller senare råkar de ut för den teknologiska konkurrensens nyckfullhet och får stryka på foten, som flera storföretag fick göra under 70-talet. En central deluppgift för studien blir därför att uppskatta de tidsperspektiv som gäller i företagets etablerings-, expansions- och avvecklingsförlopp. Bland de frågor vi kommer att ställa märks därför:

¹ Företagens interna strukturomvandling beskrivs och analyseras inom två pågående projekt vid IUI.

- Hur snabbt har storföretagen växt?
- Vilka potentiella storföretag väntar i kulisserna?
- Vilken tillväxt finns i de nyetablerade småföretagen?

1.1 Disposition

Studien disponeras på följande sätt. I avsnitt 2 beskrivs storföretagens tillväxt 1880–1983 på både aggregerad och individuell nivå. Vidare studeras kortfattat företagsköpens betydelse för tillväxten samt den företagsinterna strukturomvandlingen. I avsnittet presenteras också statistik över de största företagen 1924/1925, 1944/1945 och 1983 samt vad som hänt dem som försvunnit från listorna för de tidigare åren. Avsnittet avslutas med en avdelning som behandlar tillväxten hos industriföretag i allmänhet mellan 1920 och 1980.

I studiens tredje avsnitt beskriver vi nyetableringarnas betydelse samt tillväxten i de mindre och medelstora företagen. De företagsgrupper vi studerar utgörs av småföretag etablerade 1954–58, nyetablerade tekniktunga småföretag samt nästa generation potentiella storföretag (kulissföretagen). Studien avslutas därefter med en sammanfattning.

2 Storföretagens tillväxtmönster

2.1 Storföretagens tillväxt 1880–1983

De storföretag vi studerar i detta avsnitt utgörs av de 10 största utlandsetablerade företagen, rangordnade efter antalet anställda utomlands 1978 (se tabell 5). Valet av denna grupp möjliggör jämförelser med Swedenborgs (1982), Eliassons (1984) och Eliassons m fl (1985) resultat. Företagsurvalet skulle endast ändras måttligt om vi i stället valt företag efter fakturering eller export. I stort sett samma företag dominerar svenskt näringsliv oberoende av vilket urvalskriterium vi väljer.

Storföretagens utveckling sedan 1880 har varit snabb jämfört med industrigenomsnittet (se figur 2). 1880 hade de 10 företagen totalt (endast 4 hade ännu etablerats) mindre än 1 000 anställda; 1983 hade de tillsammans drygt 420 000 anställda, varav ca 200 000 i Sverige.

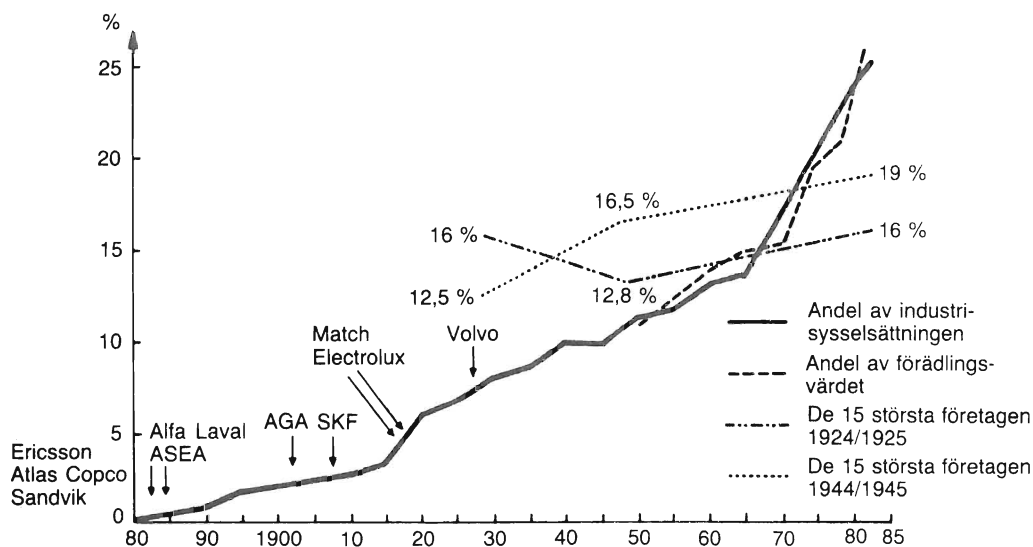
Tabell 5 Basdata 1983 om de studerade företagen

Företag	Omsättning Mkr	Sysselsättning		Startår
		Sverige	Utlandet	
Electrolux	32 146	30 428	58 472	1919
SKF	16 191	8 238	34 472	1907
Ericsson	25 766	32 677	37 746	1876
Sandvik	10 119	10 863	14 807	1862
Volvo	99 460	57 147	19 129	1926
Swedish Match	8 452	6 593	11 760	1917
Atlas Copco	8 093	4 978	11 996	1873
Alfa Laval	9 250	5 632	10 352	1878
AGA	5 458	3 640	7 662	1904
ASEA	30 229	37 237	19 423	1883

Källa: Årsredovisningar.

I den följande beskrivningen av denna utveckling kommer vi att koncentrera oss på antalet anställda som ett mått på tillväxten. Valet av detta mått beror dels på bristen på bättre data, dels på att det inte, såsom t ex faktureringen, varierar på grund av prisfluktuationer. Utvecklingen visas dels i tabellform, dels i diagram för de enskilda företagen.

Figur 2 De studerade företagens andel av svensk industrisysselsättning och svenskt förädlingsvärde



Anm: Ericsson, Atlas Copco och Sandvik startade före 1880.

Källa: Se tabell 6.

Av tabell 6 framgår att företagens andel av svensk industrisysselsättning¹ ökat från ca 0,5 % 1880 till 7,8 % 1930 och 25,5 % 1983. Andelen har varit kontinuerligt växande, men ökningstakten höjdes betydligt under 60- och 70-talen, främst som en följd av en ökad fusionsverksamhet. Hoppet mellan 1920 och 1930 beror främst på bildandet av Swedish Match, som redan från början kom att ha ca 8 000 anställda.²

Dessa storföretag har vuxit avsevärt snabbare än industrisysselsättningen totalt. Detta gäller även för samtliga enskilda bolag med undantag för SKF och Swedish Match. Vi kan också notera att tillväxten varit speciellt snabb under 60- och 70-talen då dessa bolags sysselsättning fortsatte att stiga även när industrisysselsättningen totalt minskade.

För att belysa tillväxten kan vi jämföra med sysselsättningsutvecklingen för de 15 största företagen 1924/1925 respektive 1944/1945 (se figur 2). Båda dessa år hade de 15 största företagen ca 16 % av industrisysselsättningen. Denna andel var 1982 för toppföretagen 1924/1925 fortfarande ca 16 %, efter att ha varit nere i ca 12 % 1945. För toppföretagen 1944/1945 hade den ökat till knappt 19 %. I båda fallen ser vi att tillväxten för respektive grupp varit betydligt lägre än för de här studerade företagen, främst beroende

Tabell 6 De studerade företagens anställda i Sverige 1880–1983

År	Antal anställda i Sverige	Andel av tillverkningsindustrins sysselsättning, %
1880	1 000	0,5
1890	1 900	0,9
1900	5 700	2,0
1910	8 350	2,5
1920	27 145	5,9
1930	38 850	7,8
1940	61 010	9,8
1950	86 875	11,0
1960	115 459	12,9
1970	155 374	16,9
1980	204 481	23,6
1983	197 433	25,5

Källor: Årsredovisningar, företagshistoriker m m.

¹ Enligt industristatistiken som är den enda källa som har så långa historiska tids-serier.

² Vi har inte haft möjlighet att följa de i Swedish Match ingående delarna för tidigare år.

på det stora antal basvaruföretag som fanns på listorna respektive år (se även avsnitt 2.6) och som vuxit långsamt.

En viktig aspekt på företagens tillväxt som man lätt bortser ifrån är att flertalet av företagen vid ett eller flera tillfällen befunnit sig i ytterst allvarliga krislägen, ibland t o m på ruinens brant. De företag vi studerar har ridit ut dessa kriser. Andra företag, ibland med snarlika karakteristika, har gått under eller blivit uppköpta. Vilka företag som klarat sig beror givetvis i hög grad på företagsledningens och ägarnas kompetens, finansiella styrka och uthållighet, men också – i inte ringa mån – på slumpen. Detta förhållande innebär att det är så gott som omöjligt att sia om företagens framtida utveckling.

Bland exemplen på allvarliga kriser bland de studerade företagen kan nämnas att Atlas Copco, som efter en storslagen början, mellan 1877 och 1887 genom kontinuerliga, betydande förluster hamnade i en mycket brydsam situation. Först efter omfattande rekonstruktionsförhandlingar kunde företaget rekonstrueras 1890. Även mellan 1917 och 1923 tog sig företaget igenom betydande svårigheter, bl a som en följd av bortfallet av den ryska marknaden. Antalet anställda minskade t ex från 1 440 1917 till 325 1923. Alfa Laval kom in i en allvarlig finansiell kris under slutet av 1880-talet till följd av en schism om kontrollen över företaget mellan Oscar Lamm och Gustaf de Laval, liksom Ericsson på 1930-talet till följd av bl a förluster i utländska dotterbolag, men främst på grund av Ivar Kreugers olika finansiella transaktioner (bl a med ITT). Under såväl Atlas Copcos som Ericssons kriser spelade dominanta ägare en viktig roll för företagens förmåga att klara sig (Se Dahmén-Eliasson 1983, s 115 och 119). Kriserna har tvingat fram rekonstruktioner, ägarbyten och strategiförändringar, dvs forcerat fram en anpassning av organisationens form och mål.

Intressant att notera är även det faktum att det är en tidskrävande process att växa sig så stor som dagens storföretag gjort. *De studerade företagen har i genomsnitt behövt 25 år för att nå antalet 1 000 anställda i Sverige*, och detta i en tid då arbetsintensiteten var betydligt högre än idag. (Jämför med de resultat över småföretagens tillväxtmönster som redovisas nedan i avsnitten 3.2 och 3.3, samt med Eliassons (1984) studie av de största exportföretagen 1982.)

2.2 Intern och extern tillväxt 1946–83

Som visats i Eliasson m fl (1985) har en betydande del av tillväxten skett genom företagsköp. Antalet företagsförvärv och avyttringar har, som framgår av tabell 7, ökat starkt sedan slutet av 60-talet.

Tabell 7 Företagsförvärv och avyttringar 1945–83
Förvärv och avyttringar avser juridiska enheter ("bolag")

	Antal förvärv		Antal avyttringar	
	1946–68	1969–83	1946–68	1969–83
Den studerade gruppen	166	310	31	137
därav Electrolux	10	104	0	24

Anm: Som förvärv respektive avyttring räknas när mer än 50 % av företagets aktiekapital köpts eller sålts. Köp av hälftenägda bolag räknas således *inte* med.

Källor: Rydén (1971) samt egna beräkningar.

Data för att fördela sysselsättningstillväxten på intern och extern (företagsköp) expansion finns endast på aggregerad koncernnivå, dvs *inklusive utlandsdelarna*, fr o m 1946.¹

På grund av brister i datamaterialet är våra beräkningar schablonmässiga, men de visar ändå på intressanta drag i utvecklingsförloppet. Vad vi gjort är följande: för perioden 1946–68 har vi utnyttjat Rydéns (1971) siffror, för perioden 1969–83 har antal anställda i nyinköpta företag minus antal anställda i avyttrade företag för varje år beräknats per studerat företag. Dessa siffror över nyanställda har sedan summerats och dragits ifrån den totala sysselsättningsökningen. Skillnaden har vi här kallat intern tillväxt. Så snart ett företag köpts räknas därmed all senare tillväxt som intern.

Under perioden 1946–68 ökade gruppen totalt sin sysselsättning med ca 150 000 personer, varav ca 41 000 var anställda i uppköpta bolag vid uppköpstidpunkten. Under perioden 1969–75 ökade sysselsättningen med ca 148 000 personer, antalet anställda i uppköpta företag uppgick till ca 52 000. Under perioden 1976–83 slutligen minskade antalet anställda (i Sverige och utlandet) totalt med knappt 7 500 personer. Antalet personer i under perioden uppköpta företag uppgick dock till drygt 74 000 personer. Den "interna" sys-

¹ På grund av datamaterialets beskaffenhet underskattar redovisningen, för gruppen totalt, företagsköpens betydelse. Om ett av företagen köper ett dotterbolag av ett annat i gruppen ingående företag, blir nettoresultatet i tillväxthänseende 0, dvs att ingen tillväxt har skett. Köpens betydelse kommer därför att underskattas. Företagsköpens betydelse är därmed ännu större än sammanställningen visar. Vår analys tyder dock på att detta problem inte är så stort; de större köp som kan räknas dit är Ericssons köp av Facit från Electrolux, Volvos köp av Olofströmsverken från Alfa Laval samt Alfa Lavals köp av Stal refrigeration från ASEA.

Tabell 8 Intern sysselsättningsökning och företagsköp i de studerade företagen 1946-83

1 000 anställda

	Antal anställda periodens slutår	Intern sysselsätt- nings- förändring	Sysselsättnings- förändring genom företagsköp	Totalt
Samtliga tio företag				
1946-68	283	109	41	150
1969-75	431	96	52	148
1976-83	423	-81	74	-7
1946-83	423	124	167	290
Gruppen exkl Electrolux				
1946-68	262	102	37	139
1969-75	365	80	22	103
1976-83	334	-73	42	-31
1946-83	334	110	101	211

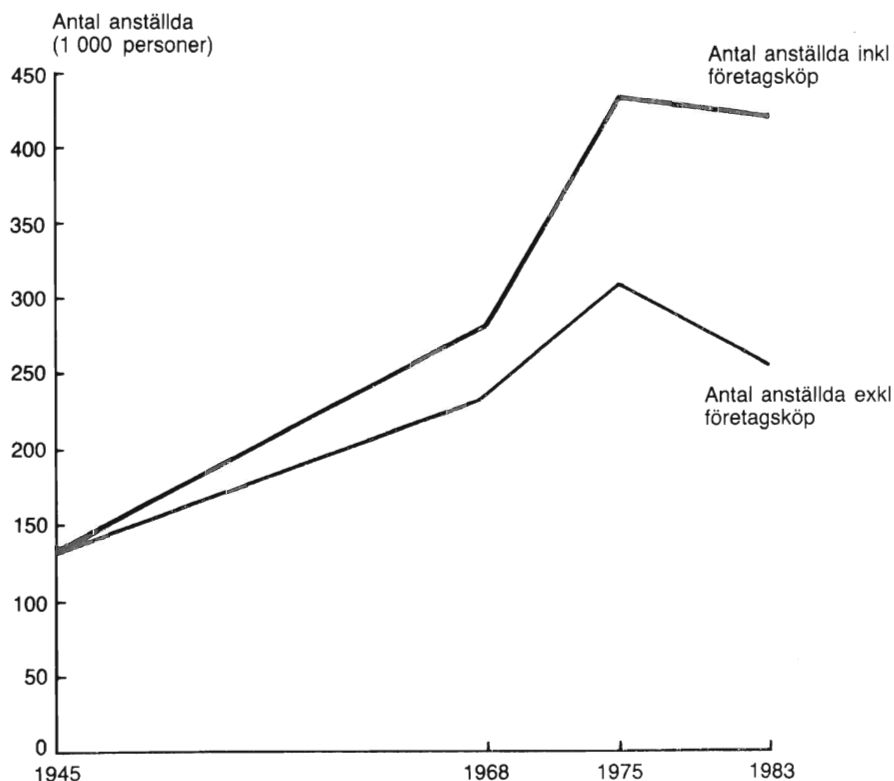
Källor: Rydén (1971) samt egna beräkningar.

selsättningen minskade därmed med ca 81 000 personer (se tabell 8). Företagsköpen har således fått en allt större betydelse för företagens expansion.

Ett alternativt sätt att visa samma utveckling utgör figur 3. Vi har där antagit att tillväxten är densamma för företagets olika delar. Om de anställda i företag, uppköpta 1946-68, 1968 svarar för X % av antalet anställda, räknas X % av den interna tillväxten 1969-75 bort, då den antas icke ha kommit till stånd utan det föregående företagsköpet. Motsvarande beräkningar har genomförts för perioden 1976-83. Resultaten skiljer sig dock endast i ringa mån från dem som redovisas i tabell 8.

Utvecklingen från intern till extern tillväxt gäller för så gott som samtliga av de enskilda företagen och beror i hög grad på att de alla är mogna företag med stark marknadsinriktning. Detta nödvändiggör företagsköp som ett sätt att komma in på, eller öka, marknaderna.

Figur 3 Företagens tillväxt totalt (Sverige och utlandet) fördelad på intern och extern tillväxt 1946–83



Källor: Rydén (1971) samt egna beräkningar.

2.3 Enskilda företags tillväxt

Electrolux (se figur 4a) har vuxit snabbt under större delen av sin verksamhetsperiod. 1920 var antalet anställda i Sverige ca 100, 1950 ca 4 100 och 1983 ca 32 000. Totalt var antalet anställda ca 11 000 1950 och knappt 89 000 1983. Tillväxten baserades till att börja med enkom på dammsugare som marknadsfördes via hemförsäljning. Senare tillkom kylskåp, golvbonare och tvättmaskiner. I början på 60-talet breddades sortimentet med spisar, frysskåp m m via köpet av Elektroheliös. För tiden efter 1968 kan en mycket snabb expansion noteras, såväl vad gäller "traditionella" som nya områden. Över 100 företag köps in och knappt 30 verksamheter säljs av eller avvecklas. Flertalet av köpen gäller verksamheter som ligger nära bolagets "gamla" område; hushållsmaskiner. Genom

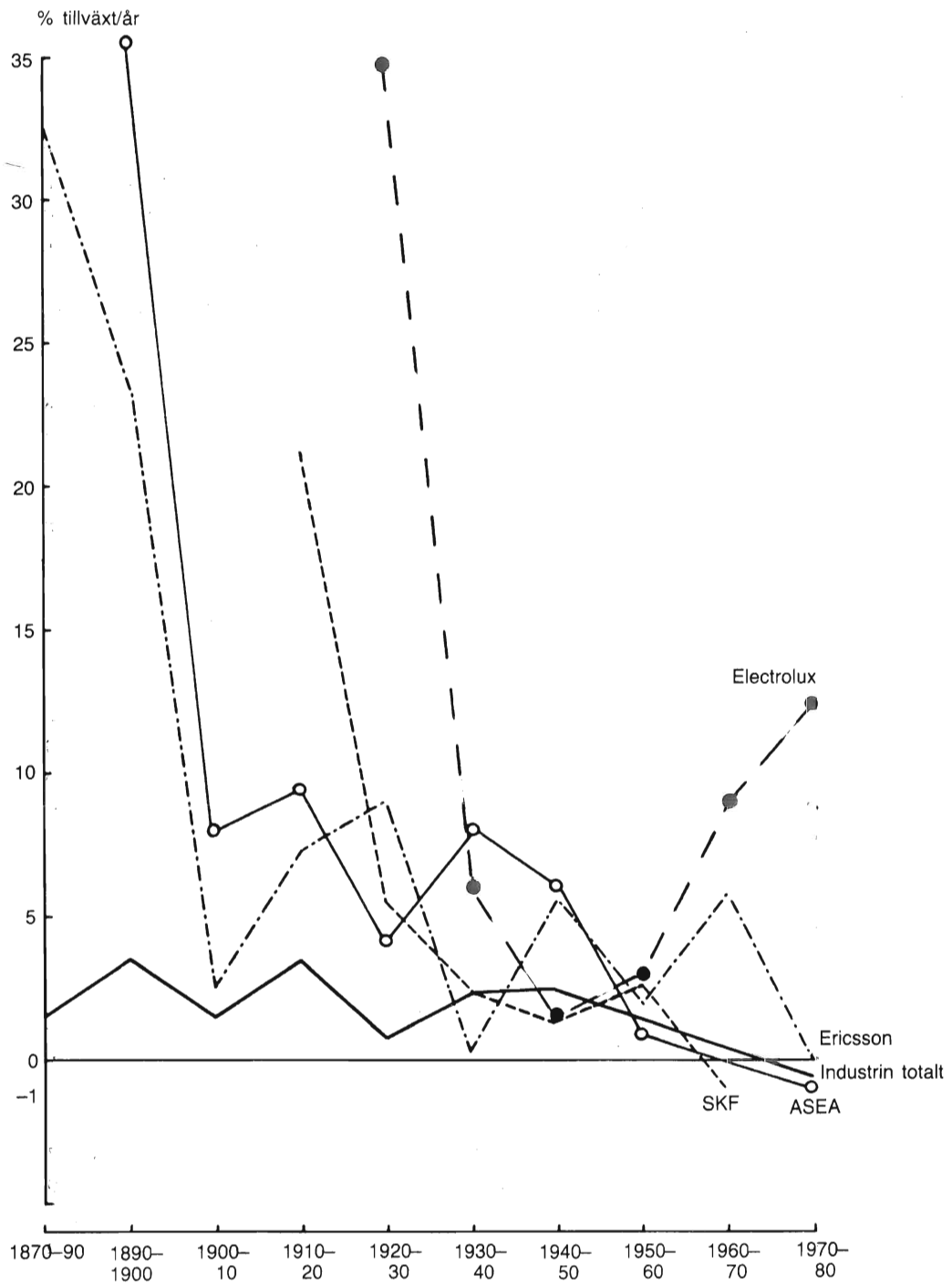
förvärven tillförs emellertid Electrolux en rad andra verksamheter, t ex gräsklippare, motorsågar, kraftresurser och tung verkstadsrörelse. Köpen har i hög grad finansierats genom försäljning av de inköpta företagens realvärden, t ex kraft och skog. Figur 4a belyser utvecklingen av Electrolux tillväxt i Sverige. Värt att notera är att tillväxten utomlands varit minst lika snabb.

SKF (se figur 4a) har i Sverige vuxit i en långsammare takt än Electrolux, speciellt under de senaste decennierna. 1910 hade SKF i Sverige ca 600 anställda, 1940 ca 9 000 och 1983 drygt 8 200. Totalt sett ökade antalet anställda till ca 28 000 1940 och ca 43 000 1983. Den relativt långsamma tillväxten inom landet beror dels på att expansionen redan tidigt främst skedde genom etablering av producerande dotterbolag utomlands för att kunna bryta sig in på marknaderna, dels på att SKF i hög grad blivit kvar vid sin ursprungliga specialisering på kullager. Vissa betydelsefulla breddningsköp har dock gjorts, t ex Hofors Bruk för att säkerställa högkvalitativa stålleveranser och Lidköpings Mekaniska Verkstad som tillverkar verktygsmaskiner. SKFs tillväxt utomlands har varit snabbare, huvudsakligen en följd av etableringar på utländska marknader respektive köp av utländska kullagertillverkare.

Ericssons (se figur 4a) tillväxt har varit fluktuerande men oavbruten fram till de allra senaste åren. 1880 var arbetsstyrkan i Sverige ca 20 personer, 1930 ca 7 500 och 1983 knappt 33 000. Totalt sysselsatte koncernen 1930 ca 15 000 personer, 1983 drygt 70 000. Ericssons tillväxt har i stort baserats på telefoner och telefonteknologi under hela denna period. En rad kompletterande verksamheter har dessutom införskaffats under åren, t ex Sieverts kabelverk, RIFA och SRA. En stor satsning som ägt rum under de senaste åren är inriktningen mot informationshanteringsområdet, bl a visade genom köpen av Facit och Datasab samt bildandet av Ericsson Information Systems. Även utomlands har Ericssonkoncernens tillväxt varit snabb, främst på grund av etableringar av lokala produktions- och driftsbolag.

ASEAs (se figur 4a) tillväxt har till skillnad från de ovanstående bolagen, ända fram till de allra senaste åren, nästan helt skett i Sverige. 1890 hade företaget (inom Sverige) ca 50 anställda, 1920 6 000, 1950 27 428 och 1983 37 237. Den totala sysselsättningen var 1950 ca 30 000 och 1983 ca 57 000. ASEAs utveckling kännetecknas av att företaget efter hand tagit upp produktion av allt fler produkter förknippade med generering och överföring av elström, samtidigt som ett antal företagsköp ytterligare breddat koncernens verksamhet (t ex Stal-Laval, turbiner). Andra företagsköp, speciellt under 20- och 30-talen (t ex Luth & Rosén och Elektromekano) gav företaget i stort sett en monopolställning i Sverige inom sina huvudområden. I stora drag kan man säga att tyngdpunkten i ASEAs tillverk-

Figur 4a Enskilda företags tillväxt 1880–1980
(mätt som antal anställda i Sverige)



Källor: Årsredovisningar, företagshistoriker, SOS Industri.

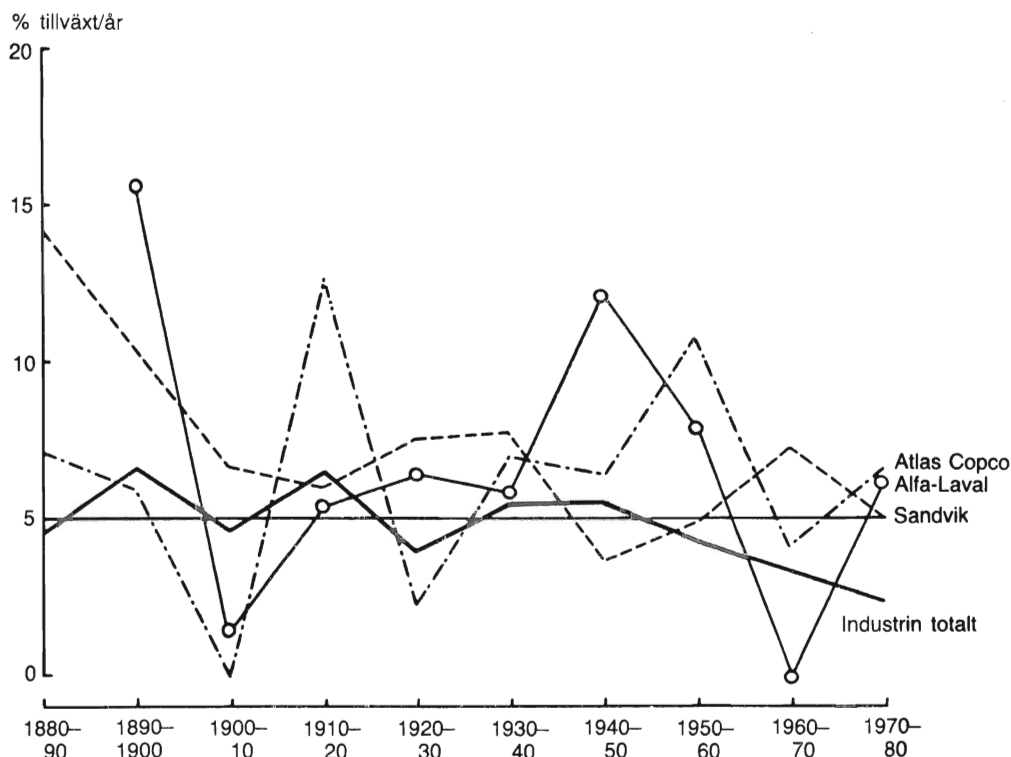
ningsprogram allt mer förskjutits från lätta standardprodukter till tung produktion för kraft-, industri- och transportområdena. Bland sortimentsbreddningarna kan nämnas kärnkraftsteknologi (ASEA-Atom), industrirobotar och elektronik (ASEA-Hafo). Till ASEA räknas numera också Fläkt som inköptes, på grund av bl a integreringsönskemål framåt, i samband med Kreugerkraschen 1932, såldes ut och sedan åter införlivades med koncernen.

Alfa Laval (se figur 4b) har dels breddat sitt sortiment inom livsmedelsområdet allt mer, bl a via uppköp av tidigare konkurrenter, dels diversifierat verksamheten till en rad närliggande områden, såsom värmeväxlare och industriseparatorer (bl a genom köpet av Zander & Ingeström 1969). Verksamheten grundar sig dock alltså på affärsidén behandling av vätskor. Sysselsättningen inom Alfa Laval svenska delar har ökat från 100 personer 1885 till knappt 1 700 1930 och 5 632 1983. Till skillnad mot ASEA internationaliserades Alfa Laval tidigt och har haft en genomgående snabb tillväxt också i utlandsdelarna. Totalt sysselsatte koncernen ca 3 000 personer 1930, en siffra som stigit till ca 16 000 1983.

Atlas Copco (se figur 4b) har, i motsats till flertalet andra stude-rade företag, bytt inriktning på verksamheten under livstiden. Från starten fram till 1908 dominerades tillverkningen av järnvägsmateri-er, därefter kom tryckluftsprodukterna att bli allt mer betydelse-fulle. Genom fusionen med Diesels motorer 1918 blev motortill-verkning dominerande fram till mitten av 30-talet, då tryckluftspro-dukterna åter ökade i betydelse, speciellt efter köpet av det belgiska företaget Arpic 1956. Företagets tillväxt var speciellt snabb mellan 1945 och 1956, då den sk ”svenska metoden” att borra i berg slog igenom. 1890 hade företaget i Sverige drygt 500 anställda, 1940 ca 1 450, 1950 ca 2 000 och 1983 ca 5 000. Tillväxten i utlandet har framför allt ägt rum sedan 50-talet. Totalt sysselsatte koncernen 1950 2 500 och 1983 knappt 17 000 personer.

Sandvik (se figur 4b) dominerades fram till tiden för andra världsk-riget helt av stålproduktion. 1945 svarade specialstålet för ca 70 % av faktureringen. Sandvik kunde därmed dra nytta av den snabba ökning av stålefterfrågan som kännetecknade 1900-talets första del. Under efterkrigstiden har Sandvik allt mer ändrat karaktär till ett verkstadsföretag. Främst hårdmetallen, som infördes på program- met 1942, har gett Sandvik stora försäljningsframgångar. Hårdme- tallen svarar idag för ungefär hälften av faktureringen, stålet för knappt 30 % samt verktyg, processystem och övrigt för ca 20 %. Under de senaste decennierna har drygt ett 50-tal företag köpts in, främst för att bredda sortimentet och öka marknadsandelarna inter- nationellt sett. Tillväxten utomlands har därmed varit ännu snab- bare under efterkrigstiden. 1915 sysselsatte Sandvik ca 2 500 perso- ner i Sverige, 1950 ca 6 600 och 1983 knappt 11 000. Totalt hade

Figur 4b Enskilda företags tillväxt 1880–1980
(mätt som antal anställda i Sverige)



Källor: Se figur 4a.

koncernen 1950 ca 7 500 anställda och 1983 ca 26 000.

AGA (se figur 4c) tillväxte i jämn takt fram till början av 50-talet då en kraftig diversifiering genomfördes, bl a mot TV- och radioområdet, batterier och medicinska instrument. Under 70-talet har företaget sålt bort flertalet aktiviteter vid sidan av den traditionella gasverksamheten. Gasen svarar idag för ca 2/3 av AGAs fakturering, Frigoscandia – ett fryslagring/transportföretag – för drygt 20 % samt värmepannor m m för resterande andel. I Sverige var antalet anställda 1920 ca 800, 1950 ca 2 000 och 1983 knappt 4 000. AGA internationaliserades tidigt och snabbt, i likhet med många andra svenska företag. Totalt hade koncernen ca 7 000 anställda 1950. 1983 hade denna siffra ökat till drygt 11 000.

Swedish Matches (se figur 4c) sysselsättning i Sverige har i stort stått stilla sedan 1920. Företaget hade då ca 8 000 anställda. 1950 var siffran ca 7 000 och 1983 ca 6 500. Trots detta har stora förändringar skett inom koncernen. Tändsticksproduktionen har relativt sett minskat i betydelse, medan bl a byggnadsmaterial, förpack-

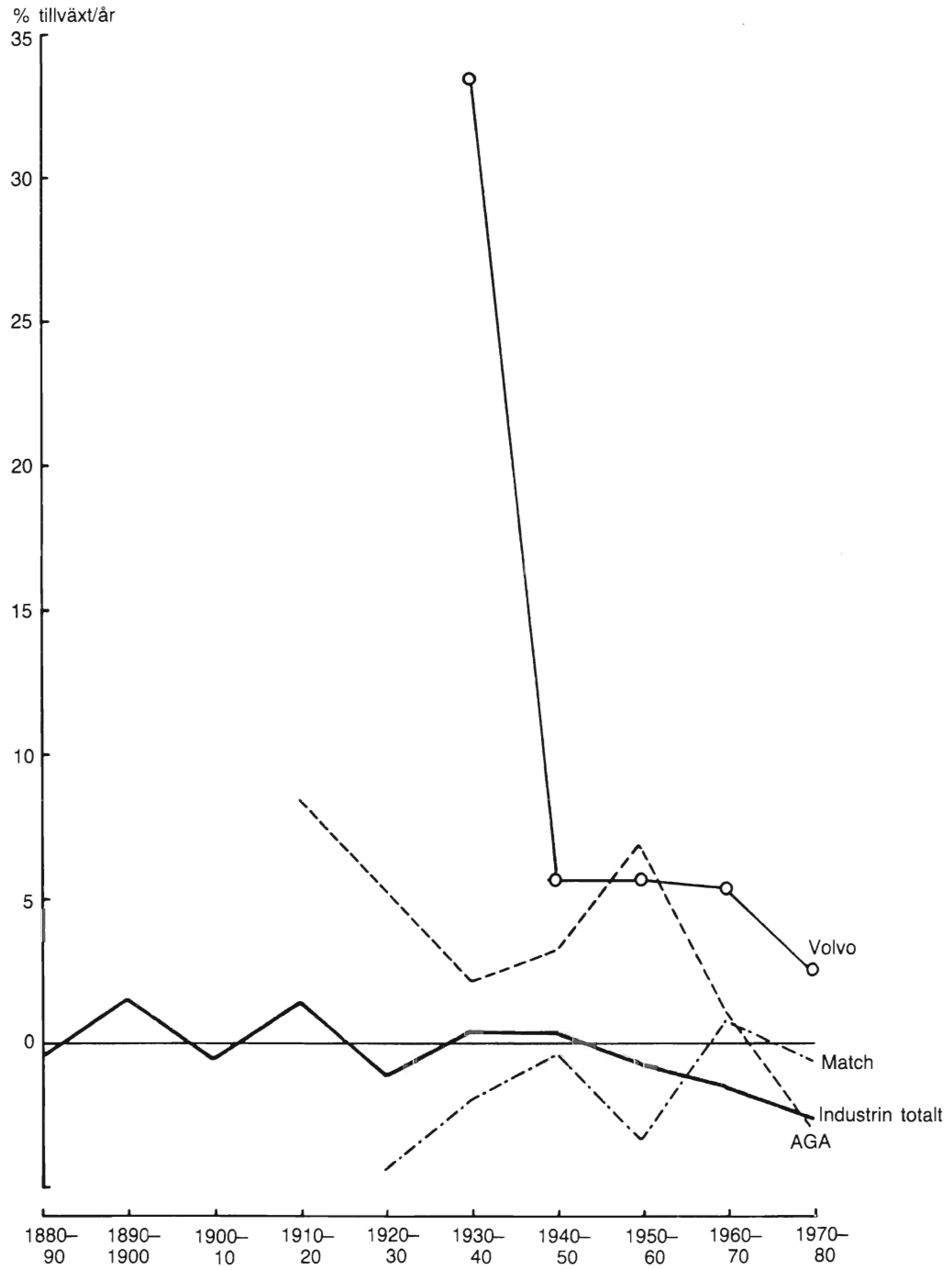
ningar samt engångsprodukter och tändare expanderat. Bara sedan 1977 har t ex ca 45 bolag avyttrats och 40 bolag förvärvats. I likhet med flertalet andra företag expanderade Swedish Match under tiden fram till 1975 snabbare i utlandet än i Sverige. Antalet utlandsanställda var 1950 ca 18 000 och 1983 ca 12 000.

Volvo (se figur 4c) är av här studerade företag det som haft den snabbaste tillväxten. Företaget startade tillverkningen 1926 (fö som ett dotterbolag till SKF) och hade 1930 ca 200 anställda. 1950 hade siffran stigit till ca 8 000 och 1983 till drygt 57 000 anställda inom Sverige. Totala antalet anställda ökade mellan 1950 och 1983 från ca 8 500 till ca 76 000. Volvos utomordentligt snabba tillväxt har sin viktigaste förklaring i den starka efterfrågeökningen på företagets huvudprodukter – person- och lastbilar – under efterkrigstiden. Samtidigt har emellertid företaget också diversifierat sig in på nya produkter, huvudsakligen via företagsköp, t ex Bolinder-Munktell 1950, JOFA 1973 och Beijer-invest 1981. Volvo kom, i likhet med ASEA, att internationaliseras relativt sent. Ännu 1960 hade koncernen mindre än 1 000 anställda i utlandet. Etableringen av tillverkningsenheter i Belgien samt köpet av DAF ledde till en kraftig ökning av andelen utlandsanställda efter 1960 och speciellt mellan 1970 och 1975.

Totalt sett har förändringarna inom de studerade företagen i flertalet fall varit betydande. En generell trend är att företagen, i takt med tillväxten av den aggregerade produkt- och marknadskunskapen samt teknikutvecklingen, specialiserat sig på mer tekniskt kvalificerade produkter. Standardprodukternas andel har minskat. Exempelen kan göras många: ASEA har gått från relativt standardbetonade transformatorer och dynamos till tekniktung tillverkning för kraftöverföring/generering och industri. Ericsson har koncentrerat inriktningen mot kompletta telefonsystem samt mot informationsområdet i stort, på bekostnad av enskilda telefoner och växlar. Flertalet av företagen har dock blivit trogna "sitt" produktområde vad gäller huvudinriktningen av verksamheten.

Över en längre tidsperiod har en betydande diversifiering och breddning av produktsortimentet skett inom företagen. Electrolux har t ex utvidgat sin verksamhet från att gälla i huvudsak dammsugare och kylskåp, till att omfatta alla typer av hushållsvaror men också en betydande tung verkstadsrörelse. Volvo har dels diversifierat på transportområdet, dels köpt in sig i livsmedels- och oljebranscherna, medan Swedish Match fått betydande intressen i förpacknings- och byggnadsmaterialindustrierna. Atlas Copco har, som nämndes ovan, under sin livstid helt ändrat inriktning från järnvägsmateriel och dieselmotorer till tryckluft. Denna diversifieringstrend verkar för flertalet av de här studerade företagen ha kulminerat under 60- eller början av 70-talet. Därefter har, i svepande generella

Figur 4c Enskilda företags tillväxt 1880–1980
(mätt som antal anställda i Sverige)



Källor: Se figur 4a.

termer, en viss koncentration mot företagens huvudområden kunnat iaktas. Några exempel: AGA genomförde, som nämndes ovan, en kraftig diversifiering under 50-talet. Under 70-talet förändrades strategin och företaget sålde av flertalet av de nya verksamheterna. Swedish Match har sedan mitten av 70-talet genomgått en betydande omstrukturering med tonvikten lagd på ett begränsat antal produktområden. Sandvik och SKF har minskat produktsortimentet under de senaste decennierna, liksom också Alfa-Laval som under 60- och 70-talen sålde ut betydande ”udda” verksamhetsgrenar. De svenska företagens strategier kan därvidlag beskrivas som ett sätt att uppnå ledarskap inom begränsade nischer för att sedan – inom respektive nisch – erbjuda ett brett sortiment, ofta kopplat till kapacitet för systemleveranser och skräddarsydda produkter. Mekanofilosofin, dvs strävanden att av ett begränsat antal ingående komponenter kunna erbjuda kunden specialanpassade produkter, är ett uttryck för detta (se även Carlsson m fl, 1981). Den ändrade inriktningen återspeglas delvis i en sjunkande förädlingsvärdeandel av total omsättning (se bilaga 2). Denna beror till viss del på ändrad branschinriktning, men huvudsakligen på att den hårdare specialiseringen drivit fram en större andel inköp utifrån.

Som framgår av tabell 9 har *andelen utlandsanställda* ökat kraftigt under de senaste decennierna för flertalet bolag. Vad gäller betydelsen av utlandsverksamheten kan vi bland dessa företag notera två olika tillväxtförlopp. För de företag som baserade sin konkurrenskraft på unika produkter, t ex SKF, Ericsson och Alfa-Laval (sannolikt också AGA, även om data saknas), var det naturligt att tidigt gå ut på världsmarknaden för att möjliggöra större serier, komma förbi handelshinder m m. Redan 1920 hade dessa tre företag minst hälften av sina anställda utomlands. För andra företag, som i huvudsak byggde upp sin verksamhet kring den svenska marknadens behov, dröjde det längre innan en omfattande internationalisering kom till stånd. I flertalet fall skedde detta först under efterkrigstidens första decennier. Vi kan därför här notera två internationaliseringsvägar, en kring sekelskiftet och några årtionden framåt, en kring 60-talet.

På grund av bristande data har vi inte kunnat göra motsvarande sammanställningar över fördelningen mellan faktureringen på hemmamarknaden respektive utomlands. Preliminära beräkningar visar dock att flera av företagen mycket tidigt exporterade merparten av sin produktion. Denna andel har därefter fortsatt att stiga och motsvarade 1983 (ovägt genomsnitt) knappt 82 %, vilket kan jämföras med ca 60–65 % 1950.

Tabell 9 Andel anställda i Sverige och utlandet samt totala sysselsättningen 1880–1983

	Electrolux			SKF			Ericsson			Sandvik			Volvo		
	Utl %	Sv %	Totalt	Utl %	Sv %	Totalt	Utl %	Sv %	Totalt	Utl %	Sv %	Totalt	Utl %	Sv %	Totalt
1880									100						
1890									100						
1900							13	87							
1910				14	86		50	50			100				
1920				63	37		56	44			100				
1930				59	41		47	53			100			100	
1940				68	32		–	–		3	97			100	
1950	65	35	11 731	65	35	30 000	23	77 ^a	17 500	12	88	7 500	1	99	8 500
1960	72	28	19 277	71	29	49 000	49	51	32 200	17	83	9 500	2	98	17 700
1970	60	40	31 553	81	19	67 375	54	46	61 900	35	65	18 173	10	90	38 886
1975	63	37	65 914	79	21	61 019	63	37	84 130	48	52	26 931	27	73	63 068
1980	61	39	102 900	82	18	53 026	58	42	65 910	57	43	33 140	15	85	63 893
1983	66	34	88 800	81	19	42 710	54	46	70 423	55	45	25 670	25	75	76 276

	Swedish Match			Atlas Copco			Alfa Laval			AGA			ASEA		
	Utl %	Sv %	Totalt	Utl %	Sv %	Totalt	Utl %	Sv %	Totalt	Utl %	Sv %	Totalt	Utl %	Sv %	Totalt
1880					100										
1890					100			100						100	
1900					100		22	78						100	
1910					100		55	45						-	
1920					100		63	37					3	97	
1930					100		51	49					6	94	
1940				14	86		-						9	91	
1950	72	28	25 000	23	77	2 500	47	53	10 125	71	29	7 000	9	91	30 000
1960	78	22	27 000	45	55	7 740	51	49	17 769	56	44	10 600	8	92	33 381
1970	75	25	32 000	66	34	16 764	64	36	15 246	56	44	14 500	10	90	38 886
1975	74	26	34 950	67	33	18 236	63	37	18 008	56	44	14 965	19	81	43 601
1980	61	39	22 950	69	31	18 786	59	41	18 074	59	41	14 671	25	75	39 605
1983	64	36	18 353	71	29	16 974	65	35	15 984	68	32	11 302	34	66	56 660

^a Exklusive "samverkande" bolag i utlandet.

Källor: Årsredovisningar, företagshistoriker.

2.4 Kan storföretagen fortsätta växa?

Som framgått ovan har storföretagen vuxit snabbt under hela den studerade perioden och blivit allt viktigare ur sysselsättnings-, produktions- och exportsynpunkt. En viktig fråga inför 90-talet är om denna tillväxt kan fortsätta eller om en snabb expansion i stället måste ske i de mindre och medelstora företagen.

Det går givetvis inte att ge något entydigt svar på denna komplicerade fråga. Några viktiga synpunkter förtjänar dock att nämnas. Som påvisats i både regressionskattningar och intervjuer i Eliasson m fl (1985) synes två viktiga förutsättningar för tillväxt under 90-talet vara höga FoU- och marknadsföringsavsättningar. I båda dessa avseenden har de stora företagen framskjutna positioner. Dessa resultat stöds av det faktum att under efterkrigstiden ca 80 % av de större innovationerna ägt rum inom de etablerade företagen, merparten härav i storföretagen (McQueen-Wallmark, 1983). Flertalet innovationer har varit produktförbättringar. Denna andel synes ha varit påfallande stabil över perioden; möjligen har storföretagens andel av total FoU ökat något. Också av de innovationer som sker i nybildade bolag knyts en betydande del till de existerande företagen genom företagsköp. Denna utveckling har snarast förstärkts under de sista decennierna. De nybildade företagen har svarat för en viss substitution på produktmarknaderna - de nya produkterna har slagit ut de gamla - men inte alls i samma utsträckning på "marknaden för företag".

Också på marknadssidan har storföretagen ett försprång genom att de redan byggt upp omfattande, egna marknadsorganisationer. Detta är en både dyrbar och tidskrävande process, varför det inte är sannolikt att de mindre och medelstora företagen på medellång sikt hinner bygga upp motsvarande heltäckande organisationer (se även avsnitt 2.6 nedan).

En tredje faktor som verkat till förmån för storföretagen är den trend mot ökade skalekonomier som varit märkbar under större delen av efterkrigstiden. Denna utveckling styrdes tidigare huvudsakligen av teknikutvecklingen som premierade storskalig produktion. Dagens teknikutveckling mot flexibla maskiner och produktionssystem verkar dock, speciellt inom verkstadsindustrin, snarare till de mindre företagens fördel. Mycket tyder i stället på att det är de finansiella skalfördelarna samt skalfördelarna i FoU och marknadsföring (se avsnitt 2.6) som tagit överhanden, förmodligen på bekostnad av produktivitetens utvecklingen (Eliasson m fl, 1984). Det har blivit viktigare för företagen att kunna internalisera bank- och investmentbolagsfunktionerna (dvs att vara så stora att man kan fungera som egen valutabank, investmentbolag och försäkringsanstalt). Företagens gränser sätts när man inte längre kan förränta insatt ka-

pital bättre, eller lika bra som marknaden. Företagen läcker eller attraherar resurser i proportion till skillnaden mellan intern och extern förräntning. Utformningen av de svenska skattelagarna med kraftig beskattning av ur företagen utdelat kapital förvränger förräntningskraven till förmån för tillväxt i de existerande företagen. Detta bidrar ytterligare till att göra tillväxt, t ex genom företagsköp, attraktivt. Gränsen sätts självfallet ultimativt av företagsledningens effektivitet (det industriella kunnandet) men frågan är fortfarande hur stora affärsorganisationer kan bli innan styrning och kontroll blir ineffektiv? Utvecklingen av styr- och informationssystem som ökar ledningens centrala kapacitet för vinstkontroll samtidigt som man kan släppa (delegera) driftsbesluten har sannolikt gjort att den optimala finansiella storleken ökat (se Eliasson m fl, 1984, kapitel I och II).

Förekomsten av stora FoU-satsningar, väl utbyggda marknadsorganisationer, omfattande företagsköp samt finansiella stordriftsfördelar talar för att storföretagens betydelse för det svenska näringslivet kommer att vara fortsatt stark och sannolikt även ökande. Samtidigt är det dock så att det enskilda företagens tillväxt till en inte obetydlig del beror på företagsspecifika faktorer och på slumpens skördar; nya produktidéer, nya konkurrenter, tillfälliga förluster, "take over bids" m m. Även om vi för gruppen totalt kan peka på att förutsättningarna för en fortsatt tillväxt synes vara goda (med tanke på vad vi idag vet om framtiden) kan vi inte uttala oss om det enskilda företagens framtidsmöjligheter.

Det är därmed högst osäkert om just de 10 storföretag vi här granskat lyckas bäst eller om det blir en delvis annorlunda sammansatt grupp som expanderar snabbast. Storföretagens andel totalt sett (dvs inte bara de 10 här studerade företagen) ökar dock troligen. Tillväxten kommer, liksom under 70-talet och början av 80-talet, till betydande del att ske genom företagsköp (se Eliasson m fl, 1985).

Avgörande för företagens framgång är att den interna struktur-omvandlingen går vidare i oförminskad takt. Det är här ägarna kommer in genom att ställa upp fasta förräntningskrav på det satsade kapitalet. Det gäller att i tid lägga ned olönsamma produkter och enheter, att föra över resurser till växande områden samt att klara integreringen mellan nyinköpta verksamheter och existerande företagsstrukturer.

2.5 Industriföretaget i allmänhet

Tillväxten för de 10 storföretagen kan jämföras med utvecklingen hos ett slumpmässigt urval av industriföretag. Detta sample omfat-

tar 115 företag som existerade 1920. Viktigt att notera är att Electrolux ingår i detta sample (det enda "gemensamma" företaget).

Vad gäller överlevnaden visar genomgången att 94 av dessa 115 företag fanns kvar som enskilda (egna) bolag 1925. 1931 hade detta antal sjunkit till 86 och 1941 till 79 st.

Efter andra världskriget, och speciellt under 60- och 70-talen, har uppköpen och sammanslagningarna blivit vanligare. Detta avspeglas i våra siffror som visar att det år 1953 återstod 64 st av de 115, 1960 57 st, 1970 35 st och 1980 endast 21 st.

Under den studerade 60-årsperioden har således ca 80 % av de studerade företagen blivit uppköpta eller lagts ned. Endast ca 20 % har lyckats bibehålla sin ställning som enskilt bolag. Av intresse att notera är att "utslagningen" av företag ökat under senare år. Under perioden 1920–50 försvann 1–2 % av företagen per år, under 60- och 70-talen ökade siffran till 3–4 % per år. Detta medför i sin tur att företagens sannolika livslängd, som enskilda företag, i grova drag halverats från 40–50 år till 15–20 år.

Det är tyvärr, på grund av grundmaterialets beskaffenhet, omöjligt att avgöra huruvida de "försvinnanden" som skett berott på nedläggningar eller på företagsköp. Vi saknar i flertalet fall information om varför företaget försvunnit mellan två år. För vissa bolag vet vi dock att de blivit uppköpta. Detta gäller totalt 42 av de sammanlagt 94 "försvinnandena", dvs ca 45 % av fallen. Sannolikt är dock den verkliga andelen företag som blivit uppköpta högre.

Går vi så över till ökningen av antalet anställda, måste vi på grund av dålig tillgång på data nöja oss med att jämföra antalet anställda 1925 och 1980. Sammantaget hade 1925 de då 94 företagen ca 27 000 anställda, motsvarande 6,4 % av den totala industrisysselsättningen. Uppdelat efter storlek finner vi att 41 av företagen hade färre än 50 anställda, 36 st hade mellan 51 och 250 anställda, 9 st mellan 251 och 1 000 anställda och 8 st fler än 1 000. De företag (21 st) som överlevde som enskilda företag fram till 1980 hade 1925 knappt 15 000 anställda (3,6 % av industrisysselsättningen). Genomsnittstorleken på ett "överlevande" företag 1925 var 714 anställda, på ett icke-överlevande 164. Detta pekar på att större storlek ger en tryggare tillvaro. 10 av de överlevande hade dock färre än 100 anställda 1925, varav 4 hade färre än 25 anställda. Detta understryker omöjligheten att i den experimentellt organiserade ekonomin prognosticera enskilda företags tillväxtpotentialer. 1980 hade de "överlevande" företagen (21 st) ca 128 000 anställda (14,7 % av total industrisysselsättning).

Totalt sett växte företagssamplet betydligt långsammare än de studerade 10 storföretagen. Detta beror huvudsakligen på att företag försvunnit genom nedläggning eller uppköp. Exkluderar vi dessa och endast studerar de bestående, finner vi att de två grup-

perna vuxit i nästan samma takt. Tillväxten kan emellertid så gott som helt tillskrivas 2 enskilda företags expansion – Bofors och Electrolux. Skulle dessa två ej räknas med blir företagets sysselsättningsandel betydligt mindre 1980 än 1925. Av de 21 företagen är det sammanlagt 13 som ökat, 7 som minskat och 1 som haft oförändrat antal anställda mellan 1925 och 1980. Flertalet av ökningarna har varit mycket små. Detta stämmer väl överens med den analys av småföretagen som görs i avsnitt 3.2 nedan och hypotesen om den experimentellt organiserade ekonomin, som den formulerats i kapitel II.

Av de sammantaget 115 företag som ingick i samplet 1920 är det således endast 2 som varit riktigt expansiva och 19 ytterligare som överlevt, medan 94 (80 %) försvunnit av en eller annan anledning.

Dessa observationer pekar mot tre viktiga områden för fortsatt forskning. För det *första*: bestäms makrotillväxten i slutloppet av några få lyckosamma företag som selekteras fram av marknadens urvalsprocess? För det *andra*, och som en konsekvens av det första, blir det då viktigt att få ett grepp om hur den existerande populationen nyföretagarkandidater vid varje tillfälle ser ut. Hur många kandidater behövs för att t ex om 50 år med någorlunda god sannolikhet åstadkomma "ett storföretag"? För det *tredje*, vad händer om nyskapandet av kandidater kommer av sig under 10 à 20 år? Hur påverkas den framtida utvecklingen i Sverige av de låga nyetableringssiffrorna under 60- och 70-talen?¹

Nyetableringarnas betydelse och småföretagens tillväxt diskuteras i avsnitt 3. I övrigt saknas både empiriska data och modeller för att besvara ovanstående frågor. Pågående projekt inom IUI avser dock att söka analysera svensk industris tillväxtförlopp bl a utifrån dessa grundläggande frågeställningar.

2.6 De största företagen 1924/1925, 1944/1945 och 1983

En intressant aspekt på storföretagens tillväxt är att studera vilka industriföretag som tidigare "legat i topp", och vad som hänt dem. På grund av dålig tillgång på data för tidigare år rangordnar vi här företagen efter antal industriarbetare i Sverige. Listorna är sannolikt inte helt kompletta, då data för vissa företag saknas respektive år. De torde dock ändå ge en god bild av förändringarna på "15 i topp"-listan (tabellerna 11–13).

¹ Ett alternativt sätt att uttrycka denna fråga är hur "state dependent", dvs beroende av de faktiska ingångsvärdena, företagspopulationen är, respektive vilken intern flexibilitet som finns.

För det *första* kan vi notera att koncentrationen i näringslivet ökat markant. Såväl 1924/1925 som 1944/1945 svarade de 15 största företagen för ca 16 % av industrisysselsättningen. 1983 var motsvarande andel drygt 37 %.¹

För det *andra* kan vi konstatera att företagen blivit betydligt större. Mellan 1924/1925 och 1944/1945 ökade genomsnittssysselsättningen (för industriarbetare) bland de 15 största från 3 968 till 6 515. Mätt som totalt antal anställda (antalet tjänstemän 1924/1925 schablonmässigt framräknat på basis av genomsnitt för respektive bransch, för 1944/1945 i vissa fall baserat på andelstal för åren 1946–1950 för varje företag) ökade sysselsättningen från knappt 4 360 1924/1925 till knappt 8 200 1944/1945. Mellan 1944/1945 och 1983 var ökningen betydligt större. Genomsnittsstorleken 1983 var sålunda ca 19 500 anställda.

För det *tredje* kan vi notera att antalet basindustri- och livsmedelsföretag kontinuerligt minskat i takt med att deras marknader blivit allt mindre relativt sett. Detta kan t ex visas som andelar av total industriproduktion (se tabell 10). Av de 15 bolagen 1924/1925 föll 10 (inklusive Sandvik) in under denna kategori. 1944/1945 hade antalet sjunkit till 7 (inklusive Sandvik). 1983, slutligen, var bara 5 stycken att betrakta som basindustriföretag (SSAB, SCA, Stora Kopparberg, Arla och Boliden). Flera av dessa företag hade dessutom färre anställda 1983 än 1924/1925 eller 1944/1945. Sockerbolaget hade t ex 1925 ca 4 800 årsanställda. 1983 hade hela Cardokoncernen 4 649 anställda. Tobaksmonopolet visar samma utveckling, liksom också flera av basindustriföretagen, bl a Höganäs, Uddeholm och Fagersta. Detta är givetvis en följd av en betydligt högre kapitalintensitet. Arbetskraften har, i samband med den tekniska utvecklingen, i avsevärd omfattning ersatts av kapital.

Det är i stället huvudsakligen verkstadsföretagen som vuxit. 1924/1925 innehade verkstadsföretag platserna 1, 5, 10 och 13 på listan; 1944/1945 1, 3–5, 12 och 13 samt 1983 1-6, 8–9, 11 och 15.

Vi ser också att av de 15 största företagen 1924/1925 var 9 med på topplistan för 1944/1945 och 5 på topplistan för 1983 (ASEA, Ericsson, Sandvik, SKF och Stora Kopparberg).

Av toppföretagen 1924/1925 är det endast 4 som "försvunnit". Ytterstfors-Munksund övertogs till största delen av SCA, Husquarna har köpts av Electrolux, Gimo-Österby Bruk har till största delen övertagits av Fagersta och Gränges/LKAB har köpts av Electrolux och staten.

Av toppföretagen 1944/1945 fanns merparten av de högst place-
rade med även 1924/1925. Störst bland nykomlingarna var Bofors

¹ Totala industrisysselsättningen enligt SOS Industri respektive år.

Tabell 10 Tillverkningsindustrins saluvärde fördelat på branscher 1915–80

	Gruvor %	Verkstad %	Järn/ stål %	Jord/ sten %	Trä- varor %	Papper/ massa %	Livs- medel %	Textil, läder, hår m m %	Kemisk in- dustri %	Övrigt %	Totalt Miljarder kr
1915	2,6	16,5	7,3	3,4	10,6	9,9	27,2	16,7	5,5	0,2	2,654
1920	1,2	18,0	5,4	3,8	12,2	15,9	21,3	16,8	5,1	0,2	6,805
1930	2,6	21,8	3,8	4,0	9,2	14,8	23,7	15,0	4,9	0,3	4,758
1940	2,6	24,9	8,1	2,5	6,0	9,6	24,7	16,3	4,8	0,3	8,476
1950	2,1	27,4	6,0	2,9	6,9	12,3	21,6	14,1	6,3	0,3	23,017
1960	2,6	32,7	8,2	3,0	6,1	12,5	19,0	9,0	6,7	0,2	49,970
1970	1,8	34,9	10,1	3,3	7,3	12,7	16,0	5,1	8,5	0,4	105,760
1980	1,2	35,3	8,4	2,6	8,0	13,3	13,2	2,5	15,1	0,4	313,453

Källa: Industristatistiken.

Tabell 11 De 15 största företagen 1924/1925 efter antal anställda i Sverige

	Arbetare 1925	Anställda 1925	Anställda 1983	Rang 1925	Rang 1945	Rang 1983
ASEA ^a	6 700	(8 000)	37 237	1	1	2
Stora Kopparberg	6 500	(7 000)	8 108	2	6	14
Swedish Match	5 000	(5 200)	6 593	3	10	–
Gränges/LKAB	4 950	(5 165)	5 122	4	11	–
SKF ^a	4 500	(5 200)	8 238	5	5	11
Socketbolaget	4 500	(4 800)	4 649	6	–	–
Uddeholm	3 825	(4 100)	5 088	7	2	–
Höganäs-Billesholm	3 600	(3 900)	1 949	8	–	–
Tobaksmonopolet	3 000	(3 180)	2 200	9	–	–
Ericsson ^a	3 000	(3 500)	32 677	10	3	3
Ytterstfors-Munksund	2 830	(3 000)	–	11	–	–
Holmens Bruk	2 815	(3 000)	3 750	12	–	–
Husqvarna Vapenfabrik	2 807	(3 250)	–	13	13	–
Gimo-Österby Bruk	2 800	(3 000)	–	14	–	–
Sandvik	2 700	(3 000)	10 863	15	14	8
Summa	59 527	(65 295)				
Andel av totala sysselsättningen i industrin	15,5 %	(15,4 %)				

^a Viss osäkerhet om dotterbolag.

Anm: Parentes anger att siffrorna är osäkra.

Källor: Årsredovisningar, Industrikalendern, SOS Industri.

Tabell 12 De 15 största företagen 1944/1945 efter antal anställda i Sverige

	Arbetare 1945	Anställda 1945	Anställda 1983	Rang 1925	Rang 1945	Rang 1983
ASEA	15 000	(23 229)	37 237	1	1	2
Uddeholm	8 328	(9 539)	5 088	7	2	–
Ericsson ^a	7 821	(9 800)	32 677	10	3	3
Bofors	7 312	(9 200)	9 925	–	4	9
SKF	7 100	(8 500)	8 238	5	5	11
Stora Kopparberg	6 600	(7 500)	8 108	2	6	14
SCA	6 000	(6 500)	9 798	–	7	10
Fagersta	5 500	(6 400)	3 182	–	8	–
Esselte	5 289	(6 700)	6 654	–	9	–
Swedish Match	5 000	(6 200)	6 593	3	10	–
Gränges/LKAB	5 000	(6 200)	–	4	11	–
Götaverken	5 000	(6 000)	–	–	12	–
Husqvarna Vapenfabrik	4 775	(5 825)	–	13	13	–
Sandvik	4 700	(5 850)	10 863	15	14	8
Hellefors Bruk	<u>4 300</u>	<u>(5 300)</u>	–	–	15	–
Summa	97 125	(122 743)				
Andel av totala sysselsättningen i industrin	15,6 %	(16,5 %)				

^a Viss osäkerhet om dotterbolag.

Anm: Parentes anger att siffrorna är osäkra.

Källor: Årsredovisningar, Industrikalendern, SOS Industri.

på femte plats och Fagersta på åttonde. Av de uppräknade företagen har Götaverken senare uppgått i Svenska Varv och Hellefors Bruk köpts av SKF och Billerud.

1983 års toppföretag skiljer sig mycket från 1944/1945 års företag. Såväl Volvo (1), Saab-Scania (4), Electrolux (5), Svenska Varv (6) och SSAB (7) har klättrat till toppen, delvis som en följd av stora fusioner mellan tidigare fristående företag.

Tabell 13 De 15 största företagen 1983 efter antal anställda i Sverige

	Anställda 1983	Rang 1925	Rang 1945	Rang 1983
Volvo	57 147	–	–	1
ASEA	37 237	1	1	2
Ericsson	32 677	10	3	3
Saab-Scania	32 202	–	–	4
Electrolux	30 428	–	–	5
Svenska Varv	16 973	–	–	6
SSAB	14 112	–	–	7
Sandvik	10 863	15	14	8
Bofors	9 925	–	4	9
SCA	9 798	–	17	10
SKF	8 238	5	5	11
Arla	8 212	–	–	12
Boliden	8 140	–	–	13
Stora Kopparberg	8 108	2	6	14
FFV	<u>7 896</u>	–	–	15
Summa	291 956			
Andel av totala sysselsättningen i industrin	37,7 %			

Källor: Årsredovisningar, Industrikalendern, SOS Industri.

Den relativt stora stabilitet som utmärker dessa listor kan utgöra ett tecken på att storlek, dvs ackumulerade resurser, i sig innebär ett skydd mot kriser. Till viss del är detta en självklarhet; stora resurser ger större förmåga att tåla tillfälliga förluster och konjunktursvackor. Storlek innebär dessutom ofta såväl produktmässig som marknadsmässig diversifiering och riskspridning. Man kan föra över kapital från stagnerande till expanderande marknader och produkter. Vidare ger storlek större möjligheter att påverka teknikutvecklingen och marknaderna i stort. Storleken hänger dessutom nära samman med förekomsten av olika typer av skalfördelar. Tidigare låg de viktigaste skalfördelarna på produktionsområdet, numera återfinns de på de finansiella områdena, t ex i banking- och investmentbolagsfunktionerna (se ovan avsnitt 2.4), samt på FoU- och marknadsföringssidan. Det krävs en viss storlek för att ha råd med

de avsevärda FoU- och marknadsinvesteringar som krävs för att hänga med i den internationella teknologiska konkurrensen. Samtidigt har en viktig förklaring till "stabiliteten" varit att företagen tidigt satsat betydande delar av resurserna på marknadsföring och FoU samt även på att förnya sig genom företagsköp. Även om namnen fortfarande är desamma är företagen helt förändrade jämfört med 1925. Instabiliteten *inom* företagen har varit betydande.

3 Små och medelstora företags tillväxt

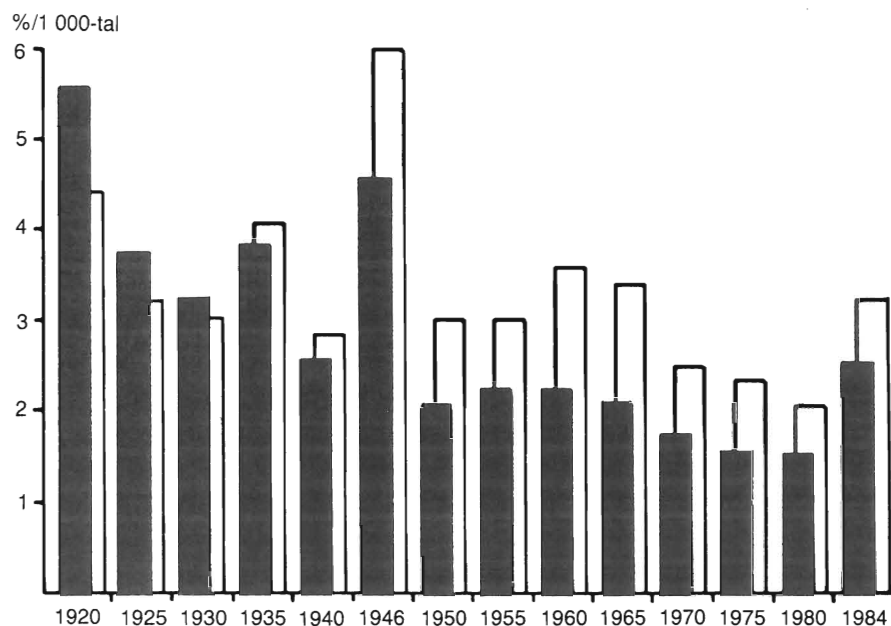
Vi har i avsnitt 2 redogjort för dels dagens storföretags tillväxthistoria, dels förändringarna på "15-i-topp"-listan mellan 1924/1925 och 1983. Som framgick där har omkastningarna på listan varit betydande över decennierna. En viktig fråga för den framtida utvecklingen är om ett tillräckligt antal företag finns i kulisserna redo att axla dagens storföretags mantlar. Vilken roll kan dagens småföretag komma att spela i utvecklingen? Denna och närliggande frågor skall vi belysa nedan.

3.1 Nyetableringarnas storlek och betydelse

Tillgängliga studier över nyföretagandets omfattning (se t ex Du Rietz, 1985) tyder på att företagsetableringen fram till och med första världskriget var betydande (mätt i sysselsättningstermer). 1919–39 karakteriseras också av en stark nyetablering (se figur 5). Under de första åren efter kriget bibehölls denna höga nivå för att sedan nästan halveras fram till 1950. Därefter ägde en svag ökning rum fram till mitten av 60-talet, då den efterträddes av en period (1965–80) av minskande nyetablering. Efter 1980 synes nyföretagandet åter ha ökat. Som framgår av figur 5 gav de nyetablerade industriföretagen 1984 ett sysselsättningstillskott på ca 3 500 personer. Totalt etablerades 15 000 – 20 000 nya företag detta år, varav drygt 80 % i andra näringar än industrin. De nya företagen är huvudsakligen verk samma inom handels- och tjänstesektorerna.

Du Rietz (1985) poängterar vidare att vår kunskap om nyetableringarnas betydelse är begränsad på grund av den dåliga kvaliteten på tillgänglig statistik. Olikheter i definitionerna skapar andra problem. Nivåerna på nyföretagandet kan därför vara felaktiga, men trenderna bör avspegla verkligheten. Det är dessutom viktigt att notera att vi här inte kunnat beakta den nyetablering som sker inom ramen för de redan befintliga företagen.

Figur 5 Antal nya företag i procent av beståndet samt syssel sättnings tillskott genom nya industriföretag
1 000 personer



Anm: Antal nya företag i procent av beståndet (fylld stapel) samt sysselsättnings tillskott genom nya företag i tusental personer (ofylld stapel).

Källa: Du Rietz (1985).

Perioden med sjunkande företagsetablering från mitten av 60-talet sammanfaller tidsmässigt med den period då storföretagen växte snabbast. Denna iakttagelse gör det relevant att ställa frågan om dessa två olika etableringstyper kan vara substitut till varandra.

Du Rietz nämner som tänkbara förklaringsfaktorer till att nyföretagandets betydelse i sysselsättnings- och produktionshänseende minskat kraftigt i Sverige under efterkrigstiden höjd kapitalintensitet i många branscher, förekomsten av stordriftsfördelar, hårda skatteregler, låg lönsamhet i industrin och minskad efterfrågan. Tillräckliga incitament har tydligen inte funnits för att förmå potentiella entreprenörer att ta initiativ och ikläda sig en ägarroll.

Studier från andra länder, främst USA men även Storbritannien, visar tvärt emot de svenska erfarenheterna att nyföretagandets betydelse vuxit avsevärt, mätt i sysselsättningstermer. Birch (1979) fann t ex att företag med mindre än 20 anställda under perioden 1969–76 svarade för över 60 % av sysselsättningsökningen i näringslivet i

USA. Huvuddelen av denna ökning ägde rum inom handels- och tjänstebranscherna.

Småföretagen spelar ur tre synvinklar en central roll för industriell förnyelse och tillväxt. För det *första* utgör de en plattform för utveckling och test av nya idéer och produkter. De existerande företagen utsätts för ett kontinuerligt konkurrenstryck, med effektiviseringar och förnyelse som följd. Vi får dock inte glömma att flertalet av småföretagen bör ses som komplement, och inte som konkurrenter, till de etablerade storföretagen, främst genom att de verkar som underleverantörer och därmed knyts till storföretagen. Sveriges Mekanförbund (1967) fann t ex att 57 % av företagen med färre än 25 anställda sålde mer än hälften av sin produktion som insatsvaror till andra företag. Genom storföretagens specialisering skapas utrymme för ett nät av underleverantörer.

För det *andra* utgör småföretagen en viktig bas för de större företagens tillväxt och lönsamhet. Som visats ovan har en betydande del av storföretagens expansion och förnyelse skett genom företagsköp. Dessa köp utgör en viktig del av företagets långsiktiga strategier som komplement till egen FoU och produktutveckling. Om nyföretagandet minskar, och därmed på sikt den befintliga stocken av uppköpskandidater, är det därför troligt att förhållandena försämrats även för storföretagen. Detta pekar på betydelsen av en fungerande marknad för företagsköp och försäljning.

För det *tredje*, och det är denna aspekt vi här skall koncentrera oss på, kan några av dagens småföretag utgöra morgondagens storföretag. Vi skall därför nedan granska tillväxtförloppet för ett antal småföretagsgrupper som ett komplement till studier av fin- och specialkemiföretag i kapitel V.

3.2 Småföretagens tillväxt

På basis av Du Rietz (1980) undersökning har vi studerat tillväxt och nedläggning i ett urval omfattande 499 företag etablerade 1954–58 inom verkstads-, metall- och kemiindustrierna. Av de totalt 499 företagen överlevde 373 som självständiga företag fram till 1970. Detta motsvarar knappt 75 % av det totala antalet (se tabell 14 nedan). Totalt över perioden innebär det att ca 2 % av företagen försvann varje år.

På grund av databrist kan vi inte följa företagen under 70-talet. För en något mindre delmängd – 256 företag startade mellan 1954 och 1958 – har vi dock granskat hur många som överlevt fram till och med 1982. Det visar sig här (tabell 15) att av de 256 företagen överlevde 191 (återigen 75 %) till 1970 och 126 (49 %) till 1982. "Utslagningsprocenten" per år ökade från knappt 2 % per år under

Tabell 14 Bestående småföretag 1954–70
(499-populationen)

Startår	Antal överlevande företag			
	Totalt	1960	1965	1970
1954	110	105	97	86
1955	109	103	95	84
1956	98	95	84	70
1957	89	86	76	67
1958	93	90	83	66
Summa	499	479	435	373

Källa: Du Rietz (1980).

perioden 1958–70 till drygt 3 % per år mellan 1970 och 1982 (jfr Örtengrens studie som behandlar "krisföretagens" utveckling).

Vi har för att belysa betydelsen av de nyetablerade företagen studerat hur antalet anställda förändrats i förhållande till delbranschernas totala sysselsättning. Som syns i tabell 16 är de nyetablerade företagens andelar av sysselsättningen låga och dessutom relativt konstanta mellan 1958 och 1969. Andelen ligger på ca 2 % av sysselsättningen för alla de tre studerade åren. Flertalet branscher uppvisar tämligen konstanta andelar. Den största tillväxten i antalet anställda finns inom metallvaru- och maskinvaruindustrierna, medan de nyetablerade företagen relativt sett är viktigast i plastvaruindustrin, även om företagen inom denna bransch inte varit speciellt framgångsrika. Deras andel av sysselsättningen sjönk kontinuerligt över tiden.

Den konstanta sysselsättningsandelen kan till stor del förklaras av att en betydande del av de nyetablerade företagen blivit uppköpta eller lagts ned under åren fram till 1969. Detta avspeglas i vårt material endast i att företagen försvinner ur populationen, med åtföljande sysselsättningsminskning. Betydelsen av nyetableringar underskattas. Ett alternativt mått på företagens tillväxt erhålls därför om vi endast studerar de bestående företagen (1958–82), dvs de företag som etablerats mellan 1954 och 1958 och som finns kvar till 1982 utan att ha blivit uppköpta eller nedlagda. Denna jämförelse

Tabell 15 Bestående småföretag 1954–82
(256-populationen)

1958	1964	1970	1982
256	232	191	126

Källa: IUI.

Tabell 16 Antal anställda i företag etablerade 1954–58
(499-populationen)

Totalt antal anställda, och andel därav, inom respektive bransch och totalt

SNI	1958		1964		1969	
	Totalt	% av branschens syssel- sättning	Totalt	% av branschens syssel- sättning	Totalt	% av branschens syssel- sättning
Konstfiber-, plastindustri	256	3,4	292	3,4	319	3,8
Plastvaru- industri	430	14,3	644	10,0	707	7,5
Järn- och stålverk	66	0,3	70	0,2	56	0,2
Icke järnmetall- verk	63	–	64	–	47	–
Metallvaru- industri	3 133	5,0	4 092	5,3	4 250	5,4
Maskinvaru- industri	1 434	1,4	2 189	1,8	2 454	2,0
Elektro- industri	492	0,9	511	0,8	594	0,9
Transport- medels- industri	<u>564</u>	<u>0,8</u>	<u>733</u>	<u>0,8</u>	<u>805</u>	<u>0,8</u>
	6 438	1,9	8 595	1,9	9 232	2,0

Källa: Du Rietz (1980).

görs i tabell 17. Att observera är dock att vi på grund av databrist endast kunnat studera företagen inom den mindre populationen med företag i färre delbranscher.

Som framgår av tabell 17 har de nyetablerade företag som ”överlevt” vuxit i snabb takt. Antalet anställda ökade totalt sett med ca 110 % över den studerade 24-årsperioden. Detta motsvarar en ökning med drygt 3 % per år. Genomsnittsföretaget ökade sin sysselsättning från 12 till 25 personer. Med denna tillväxttakt tar det ytterligare över 100 år innan företaget har 1 000 anställda!

Mätt i relativa tal var småföretagens tillväxt snabbare än storföretagens, som mellan 1960 och 1983 ökade sin sysselsättning i Sverige med ca 2,4 % per år. Småföretagen växte snabbare under perioden 1958–69, men därefter har storföretagens tillväxt varit högre. Detta beror dock i hög grad på en snabb extern tillväxt, som inte har någon motsvarighet bland småföretagen. Exkluderar vi den finner vi att

Tabell 17 Antal anställda i bestående företag 1958–82

Totalt antal anställda, och andel av branschens totala sysselsättning

	1958	1964	1969	1982
Antal anställda	1 525	2 310	2 768	3 204
Tillväxt, %		51,5	19,8	15,8
Andel av branschernas totala sysselsättning, %	2,7	2,9	3,0	3,4

Källa: IUI.

småföretagens tillväxt väl mätt sig med de storas. De har även vuxit snabbare än branscherna i genomsnitt. Totala antalet anställda i de nyetablerade företagen är dock ännu 1982 synnerligen litet.

En sammanfattande bild av sysselsättningsutvecklingen ges i tabell 18. Som framgår av denna tabell ökade sysselsättningen i de företag som etablerats mellan 1954 och 1958 fram till 1969 för att därefter sjunka. Minskningen beror emellertid på att en betydande del av företagen köptes upp (eller lades ned) under 70-talet. Detta syns i tabellens höga sysselsättningssiffror för företag existerande 1958–69.

Tabell 18 Sysselsättningen inom de 256 undersökta företagen

	Sysselsättning			
	1958	1964	1969	1982
Genomgående företag 1958–82	1 525	2 310	2 768	3 204
Företag existerande 1958–69	943	1 504	1 792	
Företag existerande 1958–64	407	509		
Företag existerande 1958	270			
Totalt antal anställda	3 145	4 323	4 560	3 204

Källa: IUI.

I tabell 19 redovisas hur de 256 undersökta företagen fördelas på expansiva, kontraktiva och "övriga" företag i sysselsättningshänseende. Som framgår där kan flertalet företag beskrivas som stabila vad gäller antalet anställda. Den helt övervägande gruppen företag redovisar alltså varken några signifikanta ökning eller minskningar i antalet anställda.

Värt att notera är att flertalet av de expansiva företagen i en pe-

Tabell 19 Antal expansiva respektive kontraktiva företag

	Totalt antal	Expansiva ^a			Kontraktiva ^b			Övriga		
		1958- 64	1964- 69	1969- 82	1958- 64	1964- 69	1969- 82	1958- 64	1964- 69	1969- 82
Genomgående företag 1958-82	126	29	20	20	2	5	6	95	101	100
Företag existerande 1958-69	76	13	14		1	1	(76) ^{c,d}	62	61	
Företag existerande 1958-64	30	6			1	(30)		23		
Företag existerande 1958	24				(24)					
Summa	256	48	34	20	4(24)	6(30)	6(76)	180	162	100

^a Expansiva = +20 %, minst 10 personer.

^b Kontraktiva = -20 %, minst 10 personer.

^c () = uppköpta, nedlagda, försvunna.

^d Av dessa företag försvann 11 under 1970; jfr tabell 2.

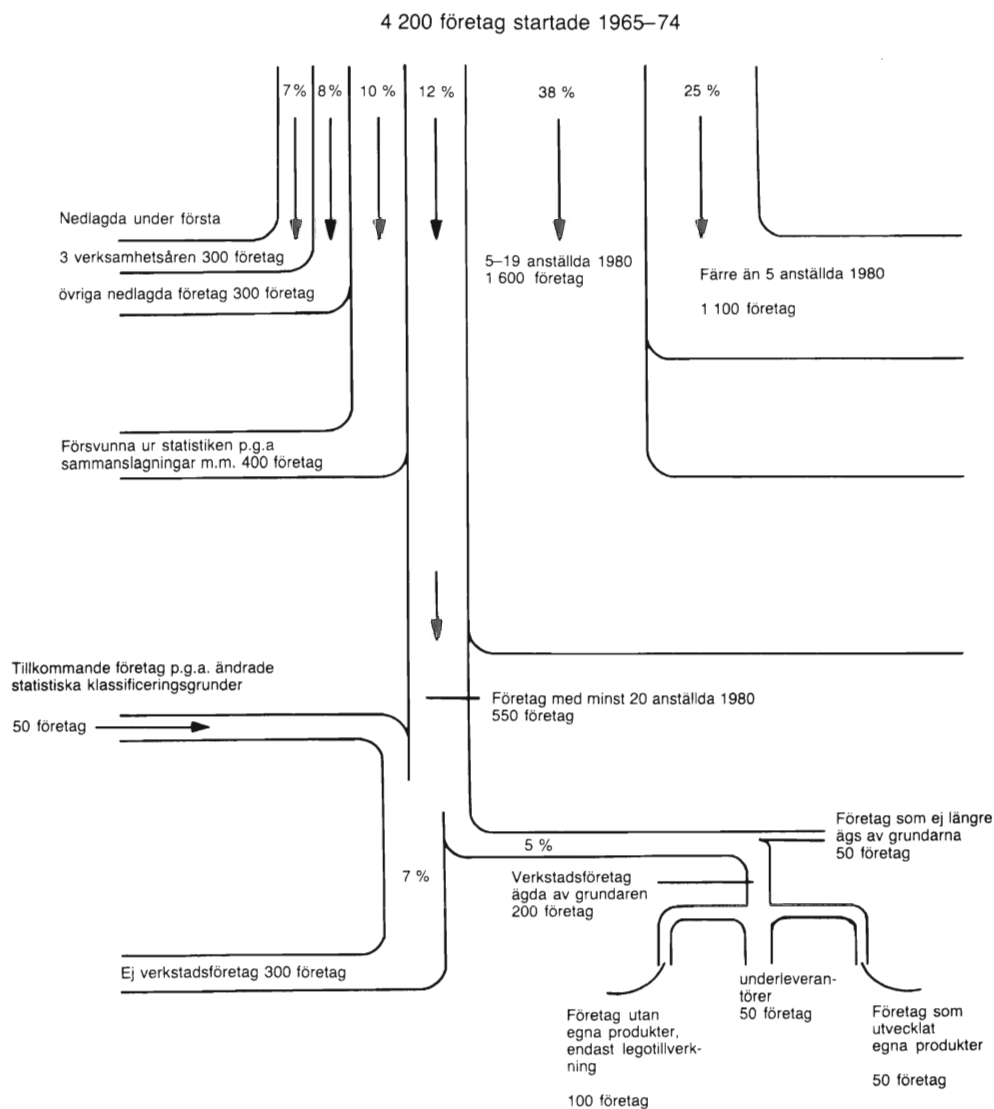
riod *inte* är expansiva i kommande perioder. Av de totalt 256 företagen var endast 3 expansiva under alla de tre perioderna och 16 expansiva under två perioder.

3.3 Nyetablerade teknikföretags tillväxt

Ytterligare en intressant småföretagspopulation är det sample om 60 teknikföretag etablerade efter 1965 som Reitberger-Utterback (1982) har studerat. Dessa 60 företag utgjorde ca 1/3 av den population på totalt 191 industriföretag som startats mellan 1965 och 1974 och som 1980 hade minst 20 anställda, 5 miljoner i omsättning och var självständiga företag. Den större populationen på 191 nystartade företag används av Reitberger-Utterback som ett jämförelse-sample (se figur 6 som beskriver urvalsprinciperna).

Mellan 1976 och 1980 växte dessa 60 företag i omsättningshänseende med ca 185 % i löpande priser. Totala omsättningen var 1980 ca 2,1 miljarder. Tillväxten i antal anställda var under samma period 2 250 personer, varav ca 1 600 i Sverige. Företagens totala sysselsättning uppgick till 5 610 1980, varav 4 640 i Sverige. Av de totalt

Figur 6 Nyetablerade företag 1965–74. 1980 års situation



Källa: Reitberger-Utterback (1982).

1600 nyanställda i Sverige kom 480 till som en följd av företagsköp.

Sammantaget har dessa teknikbaserade företag vuxit snabbt mellan 1976 och 1980, till stor del tack vare en hastigt ökande utlandsförsäljning. Tillväxten för dessa företag var avsevärt snabbare än för de 10 storföretag vi redogjort för ovan.

Jämfört med den större populationen av 191 företag har de teknikbaserade företagen högre tillväxt, större utlandsförsäljning,

högre marginaler och räntabilitet (tabell 20). Andra utmärkande drag för de tekniktunga småföretagen är enligt Reitberger-Utterback 1) en stor andel av produktionen utlagd på underleverantörer, liten egen produktion; 2) höga FoU- och marknadsinvesteringar; 3) starka utlandsbindningar, även via direktinvesteringar; 4) begränsad inhemsk, hård utländsk konkurrens; 5) kvalitet, ej pris, viktigaste konkurrensmedel. Dessa karakteristika överensstämmer förvånansvärt väl med de stora internationaliserade företagens (se avsnitt 2.4). Erfarenheterna är även snarlika dem som drogs i en studie av snabbväxande nordiska företag (Jagrén, 1986).

Reitberger-Utterback beskriver även hur tillväxten för ett typiskt (artificiellt) företag ser ut (se tabell 21). Som framgår av tabellen växer företaget snabbt och framgångsrikt fram till år 6. Efter år 6 börjar problemen torna upp sig, och företaget måste välja strategi. Skall det förbli litet eller satsa på fortsatt tillväxt? Väljer företaget, som detta konstruerade företag, att satsa på expansion, kommer en tid av sämre likviditet och finansiell instabilitet. (Detta stämmer väl överens med de historiska erfarenheterna från dagens storföretag.) Om strategin lyckas växer företaget snabbt, sysselsättningen och utlandsfaktureringen ökar. Dessutom etablerar företaget egna dotterbolag utomlands. Finansiellt däremot försämras resultaten. Efter att ha klarat den värsta perioden förbättras åter resultaten efter år 10. Reitberger-Utterbacks empiriska analys visar att få företag klarar detta steg på egen hand. Det är i flertalet fall den egna kapitalbasen som är alltför liten för den snabba expansionen. Alternativet är att drastiskt minska tillväxttakten, men även detta kan ge oönskade konsekvenser. Den produktionskala man investerat sig in i kan bli

Tabell 20 Jämförelse mellan företagssamplen
Medianvärden

	Teknikbaserade småföretag	Alla småföretag
Antal företag	60	191
Ålder	10	10
Omsättning 1980 (Mkr)	18	12
Tillväxt omsättning 1979–80 (%)	33	20
Utlandsförsäljning 1980 (Mkr)	11	–
Andel utlandsförsäljning 1980 (%)	60	–
Sysselsättning 1980	49	33
Sysselsättningsökning 1979–80 (%)	11	4
Lön per anställd 1980 (tkr)	71	66
Bruttomarginal 1980 (%)	10	10
Nettomarginal 1980 (%)	6,7	4,0

Källa: Reitberger-Utterback (1982).

Tabell 21 Finansiell struktur och tillväxt i ett artificiellt företag 2, 6, 10 och 14 år efter starten

	Antal år efter starten			
	2	6	10	14
Total försäljning, Mkr	2	5	20	80
– egen produktionsandel, %	50	100	100	100
– utlandsfakturerering, %	0	20	80	80
Total sysselsättning	4	10	50	150
– i Sverige	4	10	45	120
– i utlandet	0	0	5	30
Bruttomarginal, %	5	15	10	14
Kapitalomsättningshastighet, ggr/år	1,3	1,7	1,4	1,3
Balansomslutning, Mkr	1,5	3,0	15,0	60,0
Eget kapital, Mkr	0,1	0,1	0,8	6,4
Obeskattade reserver, Mkr	0,0	0,8	2,4	12,0
Check kreditgräns, Mkr	0,2	0,5	2,0	8,0
Andra banklån, Mkr	0,0	0,6	5,0	20,0
Statliga produktutvecklingslån, Mkr	0,0	0,3	0,3	0
Andra statliga lån, Mkr	0,3	0,0	1,0	0
Andra lån, Mkr	0,9	0,7	3,5	14,0
Soliditet, %	7	17	13	21
Likviditet, %	100	150	90	100
Genomsnittlig skuldränta, %	2	3	6	4
Nettomarginal, %	0	12	6	10
Avkastning på totalt kapital, %	2	24	11	14
Avkastning på eget kapital, %	0	120	60	60
Utdelning	0	0	0	0

Källa: Reitberger-Utterback (1982).

för stor, och man kan kanske inte utnyttja det ”go” som finns i företaget. Sist men inte minst, det initiala försprång på tekniksidan som fanns gentemot konkurrenterna riskerar att ätas upp. Till dessa problem kommer i vissa fall också att företaget nu kommit in i ett skede där nya, omfattande kunskapsinvesteringar kan krävas – t ex för en ny produktgeneration. Detta ställer ännu större krav på kapitalbasen. I flertalet fall måste därför delar av, eller hela, aktiestocken säljas. Beslutet om hur kapitalbasen skall breddas är ett av de mest kritiska besluten i företagens utveckling. Detta belyser betydelsen av en väl fungerande kapital- och aktiemarknad för att möjliggöra en effektiv finansiering utan att framtvunga försäljning till andra företag.

En fråga av speciellt intresse är hur många av dessa nyetablerade företag som har förutsättningar att bli de nya storföretag som be-

hövs inom 40 à 50 år. Som visats i Eliasson m fl (1985) tillhör bara ett företag startat efter 1945 – Tetra Pak – de 25 största exportörerna. Hur stor är sannolikheten att något av de studerade, nyetablerade företagen skall bli ett nytt Tetra Pak?

Reitberger-Utterback (1982) kommer till slutsatsen att företag som liksom Tetra Pak eller Gambro under lång tid växer så snabbt egentligen är unika företeelser. Det genomsnittliga företaget växer med ca 50 anställda på 10 år, jämfört med Gambros mer än 10 gånger snabbare tillväxt. Hoppet till företag i storleksordningen närmast under Gambro är dessutom *mycket* stort. Studiens slutsats är att det tekniskt nyskapande företaget oftast fungerar som en "plantskola" för existerande företag, som köper in småföretaget 10–14 år efter starten när de finansiella svårigheterna ofta är betydande. Däremot är det mycket sällan de nya företagen utvecklas till självständiga medelstora eller stora företag. De eventuella sysselsättningseffekterna registreras därför i de uppköpande företagen.

Sverige skiljer sig enligt studien på denna punkt kraftigt från USA, där de nyetablerade företagen i mycket större utsträckning expanderade till betydande verksamheter. Huvudorsaken till detta ligger, enligt Reitberger-Utterback, i det faktum att nästan inga entreprenörer i Sverige har en så hög ambitionsnivå, "man strävar inte efter ett imperiebyggande".

3.4 Sammanfattning av småföretagens tillväxt

Som visats i både Du Rietz (1980) och Reitberger-Utterbacks (1982) material, har de överlevande småföretagen som grupp i stort sett väl motsvarat storföretagens tillväxt. Detta beror huvudsakligen på några få snabbväxande företag. Flertalet småföretag växer långsamt eller inte alls.¹ De absoluta storlekarna på företagen är dessutom så små att sannolikheten för att ett nystartat industriföretag på mindre än 30–40 år skall kunna uppnå betydande storlek är liten. Dessutom har uppköpen av småföretag ökat betydligt under 70-talet. Uppköpsbesluten kan dels förklaras av att småföretagen har bra nya idéer och produkter som passar in i existerande storföretags struktur, dels av att de framgångsrika, snabbväxande företagen oftast får finansiella problem orsakade av den snabba tillväxten. Småföretagen med de mest lovande idéerna och produkterna blir därför, och i ökande omfattning, uppköpta *innan* de blivit stora. Detta synes speciellt vara fallet inom verkstadsindustrin, där antalet tekniskt

¹ Detta resultat överensstämmer också med SINDs studier av småföretag i Eskilstunaområdet.

avancerade och internationellt inriktade uppköpare är stort. Analysen talar därför mot det faktum att dagens småföretag snabbt kan bli morgondagens storföretag. Dessa måste i stället sökas bland dagens medelstora företag.

3.5 Kulissföretagen

I avsnitten ovan har vi granskat dels småföretagens, dels de största företagens tillväxt. Vi konstaterade där bl a att småföretagens tillväxt totalt sett är mycket långsam. En tredje, kompletterande fråga är därför vilka företag som har förutsättningar att bli morgondagens storföretag inom industrin. Vad utmärker dessa företag idag? Kan vår historiska analys ge uppslag?

Denna typ av fråga är behäftad med många problem. Viktigast av invändningarna är sannolikt att det på företagsnivå inte finns någon garanti för att framgång och expansion i går och i dag även ger expansion i morgon.

Framgång kan definieras på tre olika sätt: a) teknologisk framgång, dvs en tekniskt sett överlägsen produkt, b) marknadsframgång, dvs att sälja sin produkt i stora volymer och c) ekonomisk framgång, att få en högre avkastning på de investerade pengarna än vad andra alternativ skulle ha gett. Viktigt att uppmärksamma är att varken teknologisk framgång eller marknadsframgång i sig garanterar också ekonomisk framgång.

Vi är i första hand intresserade av ekonomiskt framgångsrika, snabbväxande företag. Då lönsamhetsdata ofta saknas har vi varit hänvisade till att studera tillväxtdata.

Flertalet av de medelstora företag som vuxit snabbt under de senaste decennierna kan hänföras till elektronik-, verkstads- och kemibranscherna, dvs till industrigrenar som varit expansiva relativt industriproduktionen totalt.¹ Hit kan föras t ex Tetra Pak, IBM Svenska AB, KemaNobel, Perstorp, Pharmacia, Astra, Flygt, Hexagon, IKO Kabel, Åkermans Verkstad, Becker och Sonessons (som rymmer de snabbväxande Crawford Door och Gambro). Ytterligare ett företag som bör räknas med är Esselte. Vissa av dessa är redan idag storföretag (Esselte, KemaNobel, Perstorp, Tetra Pak), andra ligger på gränsen (tabell 22). Till de snabbväxande företagen borde också räknas delar av större koncerner, t ex Rifa (Ericsson) samt LKB och Carl Munters (Incentive). Sammantaget har dessa företag sedan 1965 i stort sett tredubblat antalet anställda.

¹ Vi har här granskat de 175 största industriföretagen 1983 och deras utveckling sedan 1965.

Tabell 22 Exempel på snabbväxande företag 1965–83

	Antal anställda	
	1965/66	1983
Esselte	8 200	15 388
KemaNobel	1 562	7 226
Sonesson	2 000	6 630
Astra	3 800	6 264
Perstorp	2 100	4 211
Pharmacia	700	4 055
IBM Svenska AB	2 100	4 021
Hexagon	(ca 1 000)	3 451
Flygt	400	3 026
Becker	1 500	2 632
Tetra Pak	750	2 151
Åkermans	300	1 583
IKO Kabel	297	1 533
Kone-gruppen	73	1 180
Summa	23 782	63 351

Källa: Årsredovisningar.

Det är givetvis inte möjligt att ge en heltäckande bild av de snabbväxande företagen. Deras olikheter är i det avseendet alldeles för stora. Vi kan vidare ha missat flera företag och vår inriktning mot industrisektorn kan medföra att vi glömmer andra viktiga sektorer. Vår genomgång stöder dock tesen att det främst är inom de kunskapsintensiva branscherna våra storföretag kommer att finnas.

För flertalet av dessa företag gäller att de baserat sina framgångar på nya idéer och produkter. Antalet snabbväxande företag som huvudsakligen konkurrerar genom hög processeffektivitet är litet. Företagen utmärks därmed av höga FoU- och marknadsinvesteringar och av att de huvudsakligen konkurrerar på världsmarknaden.

Liksom vad gäller de snabbväxande småföretagen finns möjligheten att också "kulissföretagen" i ökande utsträckning kommer att knytas till, eller köpas upp av de allra största företagen (som under de senaste åren t ex LKB 1986 av Pharmacia, och KemaNobel av Bofors). Tillväxten kommer i så fall att ske inom de större enheter nas ramar. Även i dessa fall sker en kontinuerlig omstrukturering och omkombinering inom industrisektorn.

4 Avslutning

Denna studie har belyst det historiska, långsiktiga tillväxtmönstret hos olika företag och företagsgrupper. Den svenska ekonomin domineras på medellång sikt av ett litet antal stora, internationella företag. Deras historia karakteriseras av en huvudsakligen intern tillväxt fram till mitten/slutet av 60-talet. Därefter har den externa tillväxten via företagsköp kommit att spela en allt viktigare roll. Utmärkande för företagen har varit en stark satsning på FoU och marknadsföring och en i flertalet fall tidig och långt driven internationalisering. Företagen har därigenom kraftigt förändrats inifrån. Den stabilitet som en genomgång av storföretagen under olika år ger vid handen är således delvis en synvilla.

Vad gäller tillväxt- och överlevnadsmönstren inom de studerade företagsgrupperna kan vi sammanfattningsvis konstatera att:

- Andelen företag som blir uppköpta eller nedlagda per år i en slumpmässigt vald företagspopulation, har ökat från 1–2 %, som gällde fram till mitten av 60-talet, till 3–4 % årligen för perioden därefter. Denna förändring gäller både småföretag och industri-företag i allmänhet. Detta innebär i sin tur att företagens livslängd som enskilda bolag minskat från 40–50 år till 15–20 år, dvs en halvering. Samtidigt står det helt klart att storlek i sig verkar bevarande, bl a genom en större förmåga att klara tillfälliga kriser.
- Nyetableringen av företag har varit liten under större delen av efterkrigstiden jämfört med perioden innan. Nyföretagandet var speciellt lågt under 70-talet, men har under de senaste åren åter ökat.
- Tillväxtförloppet generellt sett är en mycket tidskrävande process. Ytterst få företag växer snabbt till storföretag.
- Företagsköpen blivit allt viktigare för storföretagens expansion och förnyelse.
- Sannolikheten för att nya företag snabbt skall växa sig stora är betydligt mindre idag än under den tidsperiod (1890–1930) då dagens storföretag växte fram. Denna slutsats gäller för alla typer av småföretag. De teknikbaserade småföretagen växer visserligen snabbt men ytterst få klarar att finansiera tillväxten på egen hand. Antingen minskar man expansionstakten eller också tvingas man uppge kontrollen över företaget. Företag som Tetra Pak är här snarast det undantag som bekräftar den generella regeln. Detta problem visar på betydelsen av en väl fungerande riskkapital- och aktiemarknad.
- Utvecklingen under efterkrigstiden har gynnat framför allt de företag som uppnått viss storlek samt satsat på marknadsföring, kunskap och FoU. Företagens tillväxt är nära kopplad till sats-

ningar på dessa områden. Både för storföretagen och för småföretagen finns klara samband mellan denna strategi och en snabb tillväxt. Betydelsen av finansiell storlek och kunskapssatsningar förefaller snarare ha ökat än minskat under det senaste decenniet. Allt talar därför för att dagens företag (storföretagen samt kulissföretagen) måste dra svensk ekonomi under överskådlig tid.

Det sker givetvis kontinuerligt ”ommöbleringar” bland de existerande företagen. Vissa expanderar medan andra stagnerar. Kunskapsintensiva verkstads- och kemiföretag ökar sina andelar relativt kunskapsintensiva företag. Det är dock inte möjligt att förutse vilka enskilda företag som kommer att lyckas under en kommande tidsperiod. Detta beror till övervägande del på företagsspecifika faktorer och – inte minst – på slumpen.

Sammantaget visar studien att en väl fungerande exit- och entryfunktion är avgörande för ett lands ekonomiska utveckling på lång sikt. Nya företag måste växa fram, gamla företag omstruktureras eller läggas ned. Kapitalmarknadens funktion är att göra selektionsprocessen så effektiv som möjligt. Detta innebär, som påpekats i kapitel II, att antalet lyckade satsningar måste maximeras med hjälp av en hög etableringstakt, och antalet överlevande misstag minimeras med hjälp av en hård utsorteringspolitik. Detta förutsätter en effektiv aktiemarknad med kompetenta och hårdhänta aktieägare som ser till att de egna vinstintressena sammanfaller med företagets långsiktiga vinstresultat.

Koncernfakturering 1880–1983
Miljoner kronor, löpande priser

	Electrolux	SKF	Ericsson	Sandvik	Volvo	Swedish Match	Atlas Copco	Alfa Laval	AGA	ASEA
1880			0,02	(1)			1			
1890			0,7	(4)			1	2		0,1
1900			7	(6)			3	10		4
1910		1	16	10			2	12		22
1920	(10)	110	33	35		100	13	33	8	117
1930	(80)	175	86	23	(3)	120	11	58	7	90
1940	(170)	480	140	52	(50)	130	20	118	(16)	255
1950	273	786	250	152	300	380	101	341	190	675
1960	683	2 109	1 018	454	1 556	900	480	795	463	1 353
1970	1 869	4 758	3 160	1 601	5 324	2 314	1 542	1 535	1 058	3 690
1980	22 874	12 512	12 174	8 146	23 803	6 486	6 227	6 543	4 508	12 557
1983	32 146	16 191	25 766	10 119	99 460	8 452	8 093	9 250	5 458	30 229

Anm: Parentes anger att siffrorna är osäkra.

Källor: Årsredovisningar, företagshistoriker.

Förädlingsvärde 1950–83

Miljoner kronor, löpande priser

Inom parentes procent av omsättningen

	Electrolux	SKF	Ericsson	Sandvik	Volvo ^a	Swedish Match	Atlas Copco	Alfa Laval	AGA	ASEA
1950 ^b	120(47)	525(67)	152(61)	87(57)	150(5)	240(63)	35(36)	140(42)	90(48)	325(48)
1960 ^b	320(47)	1 410(67)	620(6)	260(57)	770(50)	560(63)	173(36)	330(42)	220(48)	650(48)
1970	919(49)	2 937(62)	2 093(66)	899(56)	1 808(34)	1 293(56)	592(38)	642(42)	522(49)	1 553(42)
1980	9 480(41)	7 501(56)	6 828(56)	4 333(53)	7 912(33)	2 302(35)	2 668(43)	2 475(38)	2 054(46)	4 798(38)
1983	12 621(39)	8 087(50)	12 680(49)	4 795(47)	16 423(17)	2 953(35)	3 219(35)	3 518(43)	2 447(45)	11 201(37)

^a Utvecklingen delvis beroende av den ökade tradingverksamheten genom STC.^b Schablonmässigt beräknade.

Källa: Årsredovisningar.

Litteratur

- Attman, A m fl, 1976, *LM Ericsson 100 år*, Stockholm.
- Birch, D L, 1979, *The Job Generation Process*, MIT-CPA, Cambridge, Massachusetts.
- Carlsson, B m fl, 1979, *Teknik och industristruktur – 70-talets ekonomiska kris i historisk belysning*, IUI-IVA, Stockholm.
- Carlsson, B m fl, 1981, *Industrin inför 80-talet*, IUI, Stockholm.
- Carlsson, B, 1986, "Produktion och konsumtion av tjänster i privat och offentlig regi" i *Kunskap, information och tjänster*, IUI, Stockholm.
- Dahmén, E, 1950, *Svensk industriell företagarverksamhet* (2 band), IUI, Stockholm.
- Dahmén, E, och Eliasson, G (red), 1980, *Industriell utveckling i Sverige. Teori och verklighet under ett sekel*. IUI, Stockholm.
- Du Rietz, G, 1980, *Företagsetableringarna i Sverige under efter krigstiden*, IUI, Stockholm.
- Du Rietz, G, 1985, "Nyföretagandets roll för sysselsättningen" i Jakobsson, U m fl, *Arbetslöshetsfällan*, SAF, Stockholm.
- Eliasson, G, 1984, *De utlandsetablerade företagen och den svenska ekonomin*. Forskningsrapport nr 26, IUI, Stockholm.
- Eliasson, G m fl, 1984, *Hur styrs storföretag?*, IUI-Liber, Kristianstad.
- Eliasson, G m fl, 1985, *De svenska storföretagen*, IUI, Stockholm.
- Evans, D S, 1987, "The Relationship between Firm Growth, Size, and Age; Estimates for 100 Manufacturing Industries", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. XXXV, No. 4 (June), s 567–581.
- Glete, I, 1983, *ASEA under 100 år*, Uddevalla.
- Glete, I, 1984, *Storföretag i starkström*, Uddevalla.
- Grotkopp, W, 1929, *Den svenska tändsticksindustrin*, Stockholm.
- Gårdlund, T m fl, 1973, *Atlas Copco 1873–1973*, Örebro.
- Gårdlund, T m fl, 1983, *Alfa Laval 100 år*, Stockholm.
- Hall, B H, 1987, "The Relationship between Firm Size and Firm Growth in the US Manufacturing Sector", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. XXXV, No. 4 (June), s 583–606.
- Hassbring, L, 1979, *The International Development of the Swedish Match Company 1917–1924*, Stockholm.
- Hedin, G m fl, 1938, *Sandviken – ett svenskt järnverk*, Uppsala.
- Jagrén, L, 1986, "Newly Established Fast Growing Nordic Companies" i *Growth Policies in a Nordic Perspective*, ETLA, IFF, IUI IØI, Helsingfors.
- Lindgren, H, 1979, *Corporate Growth. The Swedish Match Industry in Its Global Setting*, Stockholm.
- McQueen, D H, och Wallmark, J T, 1983, "100 viktiga innovationer i Sverige 1945–1980", *STU-information* nr 350–1983, STU, Stockholm.
- Oxelheim, L, 1984, "The Largest Nordic Manufacturing Companies" i Helsingfors. *Economic Growth in a Nordic Perspective*, ETLA, IUI, IØI, Helsingfors.
- Reitberger, G, och Utterback, J, 1982, *Technology and Industrial Innovation in Sweden – A Study of New Technology Based Firms*, MIT-CPA, STU, Stockholm.
- Rydén, B, 1971, *Fusioner i svensk industri*, IUI, Stockholm.
- Steckzén, B, 1957, *Svenska Kullagerfabriken*, Göteborg.
- Swedenborg, B, 1982, *Svensk industri i utlandet. En analys av drivkrafter och effekter*, IUI, Stockholm.
- Sveriges Mekanförbund, 1967, *Samarbetet mellan huvudleverantör och underleverantör*, Stockholm.

- Torekull, B (red), 1984, *Med Facit i hand*, Linköping.
- Wikander, U, 1979, *Kreuger's Match Monopolies 1925-30*, Stockholm.
- Wikander, U, 1981, "The Swedish Match Company in Central Europe" i
Teichova, A, och Cotvell, P (red), *International Business and Central Europe
1918-1939*, New York.
- Wohlert, K, 1981, *Framväxten av svenska multinationella företag*, Uppsala.

Fackpress
Industrikalendern
Verkstadsföreningens lönsamhetsberäkningar
Årsredovisningar

Kapitel IV

Krisföretagen, industristödet och staten som företagare

*av Johan Örtengren**

* Kapitalet skrevs under
Johan Örtengrens tid som
sekreterare vid IUI.

Innehåll

	Sida
1 Staten – en annorlunda ägare	291
1.1 Vilka var krisföretagen?	293
1.2 Motiven bakom krisstödet	296
1.3 Kris och hälsa bland industriföretagen	299
1.4 Höglöneföretag i kris	305
2 Krisföretagen och deras marknader – en historisk analys	307
2.1 Varvsindustrin	307
2.2 Järnmalmgruvorna	313
2.3 Handelsstålindustrin	317
2.4 Skogsindustrin	320
3 Var det värt pengarna?	329
3.1 Har stödpolitiken bromsat strukturomvandlingen?	329
3.2 Industristöd och avkastningskrav	330
3.3 Industristöd och långsiktig överlevnad	333
3.4 Har stödpolitiken hämmat tillväxten i övriga delar av industrin?	336
3.5 Krisföretagen och kommande konjunktursvackor	338
4 Vilka alternativ har funnits?	340
4.1 Landskrona-modellen	340
4.2 Svenska Handelsbanken och saneringen av Fagerstakoncernen	342
5 Staten som ägare – en sammanfattning	344
Appendix	349
Litteratur	350

Figurer

1	Industristödet i Sverige 1970–81	295
2	Finansiell utveckling i tillverkningsindustri och gruvor 1951–82	301

3a	Vinstmarginal i frisk och krisdrabbad svensk industri 1969–82	303
3b–d	Bruttomarginal, avskrivningar och finansiellt netto i förhållande till bruttointäkter 1969–82	304
4	Industriproduktion 1970–84 i OECD (totalt), OECD (Europa), Sverige (krisföretag), Sverige (frisk industri)	305
5	Produktionsvolym och relativpris i varvsindustrin 1913–82	308
6	Finansiell utveckling i varvsindustrin 1951–82	310
7	Fartyg i order 1960–83	311
8	Sjösatta handelsfartyg i världen 1955–83	313
9	Produktionsvolym och relativpris inom gruvindustrin 1913–85	315
10	Finansiell utveckling i gruvindustrin 1951–82	316
11	Produktionsvolym och relativpris i järn-, stål- och metallindustrin 1913–82	318
12	Finansiell utveckling i järn-, stål- och metallindustrin 1951–82	319
13a	Produktionsvolym och relativpris i sågverken 1913–82	321
13b	Produktionsvolym och relativpris i massaindustrin 1913–82	322
13c	Produktionsvolym och relativpris i pappersindustrin 1913–82	323
13d	Produktionsvolym och relativpris i övrig pappersindustri 1913–80	324
14	Finansiell utveckling i skogsindustrin 1951–82	325
15	Soliditeten i ASSI, NCB, Södra Skogsägarna och i svensk skogsindustri totalt 1965–83	328
16	Från maskinkapital till kunskapskapital – drag i specialiseringsutvecklingen för produkter med olika teknologi	334
17	FoU-intensitet och investeringskvot 1981–83	335

Tabeller

1	Stöd och stödmottagare 1976–83	296
2	Relativa löner i krisföretagen 1970–85	306
3	Krisstöd och avkastningskrav i de 6 krisföretagen 1976–84	331

1 Staten – en annorlunda ägare

Krisföretagen i basindustrierna och det omfattande stöd som utgick till dem utgjorde ett av de mest karakteristiska dragen i svensk ekonomisk politik efter mitten av 70-talet. Å ena sidan sågs stödet som ett tecken på den svenska industrins svårigheter att anpassa sig till de krav på strukturomvandling som följde i den första oljekrisens spår. Å andra sidan sågs också industristödet med dess inriktning på att rädda jobb och dämpa de sociala påfrestningarna av en snabb industriell omvandling som ett test på den välfärdspolitik som hade byggts upp i Sverige under hela efterkrigstiden.

Oron för att man i Sverige skulle tappa kontrollen över sysselsättningsituationen såsom skedde i så många andra europeiska länder kom politikerna att välja en ekonomisk politik där den fulla sysselsättningen spelade en helt avgörande roll. En del av de åtgärder som vidtogs var av mer generell stabiliseringspolitisk karaktär, typ löne-subsidier och lagerstöd för att förmå företagen att behålla överflödigt arbetskraft samt att hålla produktionen uppe i industrin. Dessa åtgärder avvecklades till största delen under den följande recessionen i den svenska ekonomin, antingen genom att företagen tvingades sälja ut sina lager till betydande förluster, eller genom att företagets överflödiga arbetskraft sögs upp i en expanderande offentlig sektor.

Mått i satsade resurser kom emellertid de selektiva ekonomisk-politiska åtgärderna att dominera, och då framför allt det snabbt växande industristödet till krisföretagen.

Denna uppsats handlar om dessa krisföretag. Det första syftet är att skilja ut dem, definierade som de huvudsakliga stödmottagarna, som en i någon mening sjuk del av svensk industri. Denna grupp företag skall kontrasteras mot resten av de svenska industriföretagen. Är det rätt att stämpla dem som krisföretag i strukturell bemärkelse? Eller var de snarare en grupp företag som drabbades särskilt hårt av dels en allmän nedgång i svensk industris lönsamhet, dels de allmänt dåliga förutsättningarna för industriell verksamhet som skapades av den utdragna kostnadskrisen i den svenska ekonomin? Är det möjligt att identifiera andra karakteristiska drag?

Ett andra syfte är att ge en bakgrund i finansiella och reala termer till problemen under 70-talet. Hur plötsligt drabbades krisföretagen av krisen? Rörde det sig om en blixtnedgång från klar himmel eller om en fortsättning och tillspetsning av en mer långsiktig försvagning av deras ekonomiska läge? Är det möjligt så att man i dessa företag sysslar med verksamheter som vi i det längre perspektivet inte skall räkna med att göra i Sverige om vi önskar behålla vår relativa levnadsstandard.

Ett annat karakteristiskt drag hos industristödsprogrammet var

att det gick hand i hand med en dramatisk uppgång i andelen *statligt ägande* i den svenska industrin. Före mitten av 70-talet var socialism utan statligt ägande något av ett nyckelord för den marknadsorienterade socialism som karakteriserade den svenska blandekonomin. Under loppet av 70-talet och till största delen i anslutning till industristödsprogrammet ändrades bilden. 1965 sysselsatte statligt ägda aktiebolag ca 41 000. Siffran hade 1981 ökat till 155 000, i huvudsak beroende på att staten hade tagit över krisföretag och pumpat in stödpengar i dem.

Därigenom har stödpolitiken kommit att bli oupplösligen förenad med staten som ägare och entreprenör och detta utgör uppsatsens andra tema. Hur har man klarat sig som ägare? Som entreprenör? Eftersom resultaträkningarna i de flesta krisföretagen växlade färg från rött till svart under konjunkturuppgången efter 1982 är detta en högst relevant frågeställning. Är det trots allt möjligt att hävda att industristödet var väl använda pengar?

Frågan om staten som ägare måste utgå från en diskussion om ägarfunktionen i en öppen och huvudsakligen marknadsorienterad ekonomi som den svenska. Det skall också erkännas att staten kom in som ägare vid ett särskilt svårt läge i krisföretagens livscykel, nämligen när de höll på att dö. Men detta gjorde man helt medvetet, hävdande att staten var bättre rustad att ta itu med dessa problem än företagens privata ägare skulle ha varit.

Vidare är det helt klart att en av de viktigaste aspekterna på ägarfunktionen utövande är just att hantera kriser, dvs när företagets fortsatta existens står på spel och de avgörande besluten måste fattas om mer pengar skall satsas i företaget, och om så är fallet, i vilken form. Är verksamheten inte längre ekonomiskt bärkraftig utan skall läggas ned, helt eller delvis? Jagréns studie i denna volym dokumenterar flera fall där ett aktivt utövande av ägarfunktionen i själva verket kom att avgöra företagets fortlevnad.

De flesta av de storföretag som vi i dag ser som bärare av det svenska välståndet har haft stora problem vid ett eller flera tillfällen under sin levnad. Vid dessa tillfällen har aktiva och ansvarsfulla ägare spelat en avgörande roll när det gällt att omstrukturera företagen och ge dem en ny chans. Ett test på staten som entreprenör och ägare är således om industristödet har lett fram till livskraftiga företag eller om krisföretagen bara fått ett tillfälligt andrum genom det omfattande direkta stödet plus devalveringarna 1981 och 1982.

Frågan om staten som ägare och hur effektivt man klarat av att omstrukturera krisföretagen kan ses ur ytterligare synvinklar. En kan vara kapitalmarknadens. 70-talets industristöd utgör en resursöverföring utan motstycke i den svenska industrins historia. Den genomfördes utan att kapitalmarknaden fick ett ord med i laget och utan det marknadstest som detta skulle ha inneburit. Kan vi *ex post*

göra detta marknadstest, dvs se om industristödet har givit staten en rimlig avkastning på det satsade kapitalet? Med tanke på underskottet i den offentliga sektorn och det faktum att staten måste finansiera det på just kapitalmarknaden är detta en fråga som vi skall försöka ge ett tentativt svar på.

Slutligen, vilka alternativ fanns det till industristöd till krisföretagen? Det har ofta hävdats att, oavsett vad räntabilitetsberäkningarna skulle ha kommit fram till, så hade politikerna egentligen inget val. Förväntningarna på politikerna var sådana att de helt enkelt måste gå in med stöd. Även om man bortser från att politikerna till stor del skapade dessa förväntningar själva och att det redan där finns en läxa att lära, bör argumentet granskas. Marknadens sätt att handskas med krisföretagen hade varit att låta dem gå i konkurs och sedan värdera de olika delarna av företagen genom någon form av auktionsförfarande. Kan vi säga något om vad som hade hänt om detta hade tillåtits ske?

1.1 Vilka var krisföretagen?

Gruppen krisföretag har i denna uppsats avgränsats till att omfatta de huvudsakliga mottagarna till det företagsinriktade industristödet sedan 1975. I denna grupp återfinns Svenska Varv, Svenskt Stål (SSAB), LKAB, ASSI, NCB och Södra Skogsägarna. Det fanns företag utanför denna krets som också förtjänade krisstämpeln under andra hälften av 70-talet såsom exempelvis Munksjö, MoDo, Luxor, Data-Saab etc. Men när det gäller det statliga krisstödet står de sex förstnämnda i en klass för sig.

Hur mycket industristöd fick dessa företag? Det finns inget entydigt svar på den frågan beroende på att industristödet tog sig så många uttryck och gick in på så många olika sätt. Ett annat problem är hur man skall se på de olika formerna av kapitaltillskott. Flera utredningar har sysslat med denna fråga utifrån olika utgångspunkter. En skiljelinje har kommit att gå mellan dem som betraktat industristödet som ett *bruttobegrepp* och dem som sett det som ett *nettobegrepp*. Carlsson-Bergholm-Lindberg, 1981, studerade bruttostödet och avsåg med detta alla kostnader som belastade den statliga budgeten. Ingen skillnad gjordes mellan bidrag och lån, vilket bl a motiverades av att skillnaden mellan dessa stödformer varit svävande i praktiken. Lån har normalt varit räntefria, amorteringsfria eller helt enkelt skrivits av. Man kan också hävda att de statliga lån som krisföretagen fick, skulle de inte ha fått på den normala kapitalmarknaden.

De som utgått från nettobegreppet har däremot gjort en klar skillnad mellan de olika formerna av stöd och tagit fasta på att en

del av stödet inte inneburit omedelbara kostnader för staten. När det gäller till exempel lånen så har stödet med detta synsätt endast utgjort skillnaden mellan statens egen inlåningsränta och den subventionerade ränta som staten tagit ut på de lån man tillhandahållit via olika statliga kreditinstitut. När det gäller kapitaltillskott från staten/ägaren i form av nyemissioner har följdenligt subventionen bara utgjort den avkastning som staten avstår från, beräknat med utgångspunkt från statens egen inlåningsränta.

Beroende på vilket av de två synsätten som använts får man den bild av det svenska industristödet som ges i figur 1. Som framgår av figuren, är skillnaden mellan de två olika begreppen i första hand en fråga om nivå. Däremot är utvecklingen över tiden likartad. På basis av figuren och av andra utredningar om industristöd kan vissa slutsatser dras.

För det *första* skedde den stora uppgången efter 1975. Men industristöd av kriskaraktär hade förekommit långt tidigare i den statliga företagssektorn.

För det *andra* svarade det företagsinriktade krisstödet för hela den reala tillväxten av industristöd efter 1972. I själva verket minskade de övriga stödformerna i fasta priser medan krisstödet ökade nästan åtta gånger.

För det *tredje* kulminerade krisstödet med den finansiella sanering som den tillträdande socialdemokratiska regeringen genomförde 1982 inom den statliga företagssektorn. Därefter minskade framförallt krisstödet kraftigt i omfattning.

För det *fjärde* var det svenska industristödet ett av de mest omfattande i västvärlden (Carlsson, 1983). Carlssons jämförande studie är det enda heltäckande försöket att jämföra det svenska industristödet med det i konkurrentländerna.¹

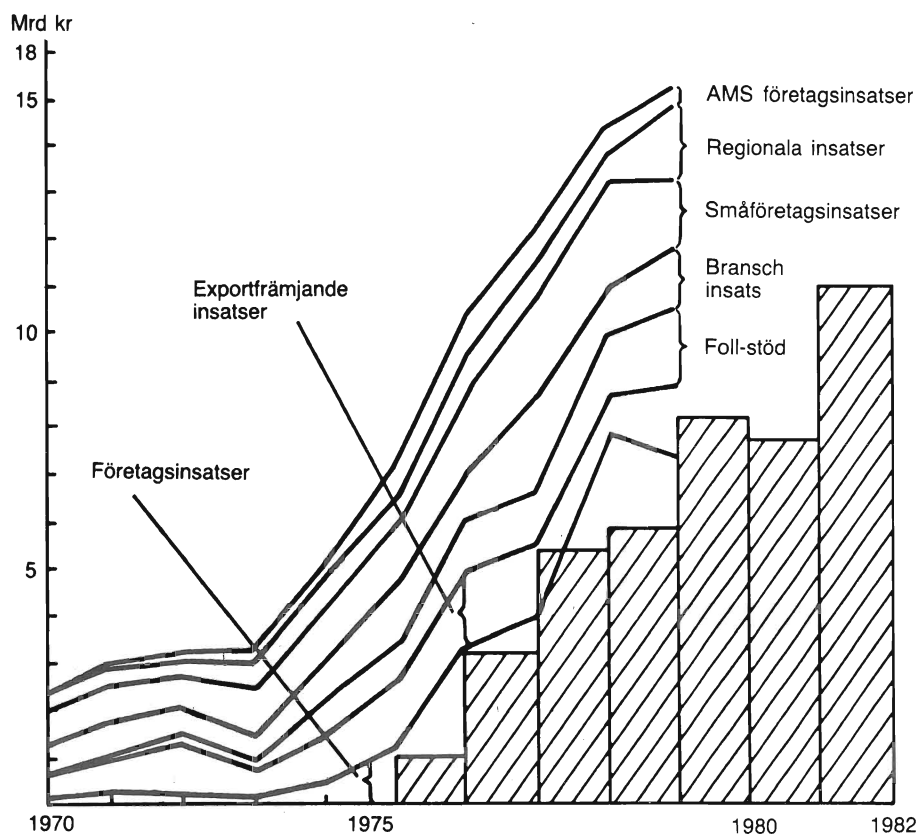
Det mest omfattande stödet bland industriländerna i väst återfanns i Sverige och Norge (Carlsson, 1983). Dessutom var stödet i dessa länder långt mer selektivt och inriktat på företag och branscher i kris än i de andra undersökta länderna.

Eftersom intresset i denna uppsats i första hand är inriktat på företagen, är en väsentlig fråga hur mycket stöd de olika krisföretagen fått från staten. I tabell 1 återges hur mycket stöd de olika större mottagarna fick mellan 1976 och 1983, dvs under industristödets glansdagar. De källor som använts har varit krisföretagens årsredovisningar. De ger inte riktigt samma siffror som industristödsutredningens och industridepartementets utredningar.

¹ Industridepartementets egen utredning "Government's Support to Industry in Sweden. An International Comparison", DsI 1982:5, behandlar inte det företagsinriktade stödet. Eftersom det utgör den helt dominerande delen av det svenska industristödet, begränsar det värdet av jämförelsen.

Figur 1 Industristödet i Sverige 1970-81

Löpande priser, summa utbetalade medel (kurvor) resp statsfinansiella nettokostnader (staplar)



Källor: Industristödsutredningen (arbetsmaterial) samt Industridepartementet (1982), s 18.

Det största stödet under den här perioden gick till varvsindustrin och till Svenska Varv, som fick 13 mrd kr i direkt industristöd. Vid sidan av detta direkta stöd utgick också ett indirekt stöd utan vilket Svenska Varv inte heller hade klarat sig. Det indirekta stödet rörde sig exempelvis om statliga kreditgarantier och räntesubventioner för att klara finansieringen av beställningar. Vidare utgick en prissubvention genom det s k beställarstödet. Ytterligare en form av stöd till varven utgjorde det faktum att Svenska Varv sålde en stor del av sin produktion till sig själv till priser som låg långt över dem som man skulle fått ut på världsmarknaden. I det egna rederiet Zenit ackumulerades därigenom dolda realisationsförluster, vilka man slapp undan när staten tog över aktierna i Zenit år 1983.

Mellan 1976 och 1983 fick skogsindustrins tre huvudsakliga stöd-

Tabell 1 Stöd och stödmottagare

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	Ack. stöd 1976-83
Svenska Varv	420	1 877	4 600	1 284	744	1 494	2 374	400	13 193 ^a 20 300 ^b
LKAB	-	-	775	838	554	2 330	1 007	42	5 546 ^a 7 544 ^b
SSAB NJA	- 1 800	- 711	1 584	1 468	1 095	928	344	85	5 214 ^a 12 946 ^b
NCB	-	-	260	740	-	400	-	-	
Södra	-	-	-	500	-	-	-	-	5 625 ^a
ASSI	-	100	550	200	-	100	2 775	-	7 846 ^b

^a Nominellt belopp.

^b 1984 års priser.

Anm: Mer detaljerat underlag återfinns i Appendix.

mottagare ASSI, NCB och Södra mottaga 5,6 mrd kr med huvuddelen till ASSI. Gruvföretaget LKAB fick 5,5 mrd kr och handelsstål-företaget SSAB 5,2 mrd kr.

Sammanlagt sköt således staten i löpande priser till 30 mrd kr till dessa företag under åttaårsperioden 1976-83. Omräknas stödet till 1984 års priser motsvarar detta ca 50 mrd kr (tabell 1). Relaterat till det genomsnittliga antalet anställda i krisföretagen under dessa år uppgick stödet till 95 000 SEK per anställd och år att jämföra med en medellön år 1984 i krisföretagen och i industrin på 95 000 - 100 000 respektive 87 000 SEK.

1.2 Motiven bakom krisstödet

Den ekonomisk-politiska grunden för 70-talets industristöd lades långt före den akuta krisperioden. Den svenska industripolitiken arbetade långt in på 60-talet nästan helt med generella medel. Den industriella omvandlingen skulle sköta sig själv med ett minimum av statliga ingripanden och styras av marknadssignalerna, framför allt från världsmarknaderna. Det är därför tveksamt om man överhuvudtaget kan tala om en industripolitik, åtminstone om man med det menar den typ av industripolitik som växte fram i flertalet industriländer på 70-talet.

Efterhand kom dock selektiva medel att spela en allt större roll. Politikerna identifierade vad man uppfattade som specifika brister i exempelvis kapitalmarknadens funktionssätt och försökte möta dessa brister med speciellt avpassade ekonomisk-politiska medel.

Det kunde t ex röra sig om att upprätta särskilda kreditinstitut som skulle tillhandahålla billiga krediter för projekt som uppfyllde vissa regionalpolitiska kriterier.

Floran av selektiva industripolitiska ingrepp växte snabbt efter mitten av 60-talet. Det kan inte sägas ha varit resultatet av ett samlat ekonomisk-politiskt tänkande. I stället rörde det sig vanligen om ad hoc-reaktioner på krissituationer som dök upp. I den mån man kan tala om gemensamma nämnare skulle det vara växande politiska ambitioner inom exempelvis miljöområdet, regionalpolitiken, sysselsättningspolitiken, etc. Man uppfattade det som om de sociala kostnaderna i samband med den industriella omvandlingen växte. Huruvida det verkligen var så eller om det var välfärdssamhällets sociala ambitioner som växte är oklart.

Industristödet riktade sig till företag i kris och var som regel förknippat med att staten klev in som ägare i företagen. Inte heller detta mönster var egentligen nytt. Redan på 20-talet hade staten gått in med stöd och ägande i den krisdrabbade norrbottniska skogsindustrin. Under efterkrigstiden hade industristöd av "70-talstyp" utgått till företag som NJA, Uddevalla-varvet och Kalmar Verkstad. Listan skulle kunna göras längre.

Embryot till industristödspolitikerna fanns således långt tidigare, men den hade aldrig varit närheten av den omfattning som den nådde efter 1975. Hur motiverades då industristödet?

Det helt dominerande motivet var att kortsiktigt rädda sysselsättningen i krisföretagen, dvs hindra att arbetslösheten ökade ens tillfälligt. Strukturen skulle anpassas om det visade sig vara nödvändigt, men i "socialt acceptabla former". Bakom denna formulering dolde sig det faktum att utan krisstöd hade sannolikt samtliga krisföretag gått i konkurs. Delar av verksamheten och i flera fall hela företaget hade lagts ned. Underleverantörsledet hade drabbats hårt. Det hade skett samtidigt som kostnadsexplosionen drabbade Sverige och industriproduktionen stagnerade. Åtminstone på kort sikt hade därför arbetslösheten stigit kraftigt. Detta var politiskt helt ohanterligt i ett land som Sverige där den fulla sysselsättningen blivit den ojämförligt viktigaste värdemätaren på hur framgångsrik den ekonomiska politiken varit. Kravet på att staten/politikerna gjorde något var omöjligt att stå emot, om man nu hade haft några önskemål i den vägen. I det korta perspektivet var det defensiva industristödet det enda alternativ som stod till buds.

Hos flera av krisföretagen fanns också karakteristiska drag som ytterligare skärpte de sysselsättningspolitiska konsekvenserna och gav dem ännu en dimension. Flera av stödföretagen låg i Norrland och i skogslänen som redan hade problem med sysselsättningen. Även förhållandevis dynamiska och väl utvecklade arbetsmarknader fick emellertid industristöd i stor skala, såsom Göteborg, Öre-

sunds-regionen, Östergötland och Småland. Till detta bidrog säkert att krisföretagen representerade typiska stora arbetsplatser, i flertalet fall med flera tusen anställda. Demonstrationseffekten av en stödinsats ökade kraftigt liksom opinionstrycket på de politiker som ansåg sig bära ansvaret.

I och med att ett företag i en bransch fick industristöd uppstod också en "snöbollseffekt". Det blev svårt att motivera varför inte nästa företag i branschen som begärde stöd också skulle få det även om det låg i en region som inte var lika utsatt ur sysselsättningsynpunkt. När väl Uddevallavarvet fått stöd var det svårt att inte bevilja Göteborgsvarven stöd trots att det där fanns jobb i andra företag på orten, och om dessa varv fått stöd var det svårt att motivera varför det skulle dras en gräns just där och stöd inte skulle utgå till Kockums i Malmö eller Finnboda i Stockholm. Detsamma gällde i fallet med de skogsägarägda företagen NCB och Södra. Fick ett av dem stöd "måste" av "rättviseskäl" det andra också ha det. Hade väl rullningen av industristödspengar kommit i gång visade det sig i stort sett vara omöjligt för de ansvariga politikerna att få stopp på den.

Vid sidan av det kortsiktiga sysselsättningsmotivet har det också hävdats att det fanns rimliga ekonomiska motiv för staten att gå in med stöd till krisföretagen. I första hand rörde det sig om samhälls-ekonomiska motiv, men även företagsekonomiska förekom. En "marknadslösning" skulle kunna innebära ett samhällsekonomiskt slöseri. Med marknadslösning förefaller man då i första hand ha tänkt sig en konkurs och felaktigt satt likhetstecken mellan en sådan och en total nedläggning. Effekten skulle då bli en snabb produktionsminskning under en relativt kort period, omfattande temporär arbetslöshet och att moderna produktiva anläggningar skrotades. Eftersom krisföretagen också var betydande exportföretag skulle det även innebära ett betydande exportbortfall i ett läge då den svenska bytesbalansen redan uppvisade växande underskott.

Det skulle vidare innebära slöseri med det företagsspecifika kunnande som krisföretagens anställda byggt upp. Att en nedläggning skulle leda till att krisföretagens anläggningsskapital inte utnyttjades uppfattades som särskilt allvarligt eftersom de flesta av dem hade investerat i stor skala just före krisen och stod med moderna och tekniskt avancerade anläggningar. Att dessa anläggningar, hur moderna de än var, saknade ekonomiskt värde om de producerade produkterna inte kunde säljas, förefaller inte alltid ha stått klart i beslutsprocessen.

Även företagsekonomiska motiveringar framfördes för stödet, nämligen att krisföretagen egentligen bedrev företagsekonomiskt vettig verksamhet. Vad de behövde var en tidsfrist och de pengar som krävdes för att omstrukturera verksamheten och ställa om produktionsapparaten. För att klara detta hävdades också som regel att

det var nödvändigt att ta ett "branschgrepp" och slå ihop företagen i en bransch till en större och mer konkurrenskraftig enhet. I botten låg då undantagslöst en överoptimistisk bedömning av marknaden och företagens konkurrenskraft från beslutsfattarnas sida, dvs ytterst de ansvariga politikerna som företrädde ägarfunktionen i krisföretagen.

Frågan är i vilken utsträckning man i efterhand konstruerat ekonomiska motiv till beslut som i praktiken redan fattats på basis av kortsiktiga sysselsättningsskäl. I industristödsutredningen uttrycktes det som att "man inte från vare sig politiskt eller företagsledningshåll haft modet att dra de naturliga slutsatserna" (SOU 1981:72, sid 157). Sannolikt har man i botten haft ett alldeles för lågt avkastningskrav på de skattemedel som fick bli ägartillskott i krisföretagen. Först när de statsfinansiella problemen och budgetunderskotten slog igenom med full kraft på 80-talet sinade industristödspengarna.

1.3 Kris och hälsa bland industriföretagen

Den svenska industrins finansiella utveckling under efterkrigstiden fram till 80-talets förre hälft karakteriserades av trendmässigt fallande lönsamhet. Under två perioder skedde markerade uppgångar i lönsamheten i samband med Korea-konjunkturen i början av 50-talet och i samband med den första oljekrisen i mitten av 70-talet. På dessa uppgångar följde djupa bakslag för industrigenomsnittet, och mellan dessa vinstboomar karakteriserades utvecklingen av försvagad finansiell utveckling för industriföretagen tagna som helhet.

Efter 1982 har vinsterna i industrin stigit kraftigt på nytt. Hur stark återhämtningen varit är dock inte alldeles klart. Bruttovinsterna har ökat så att industrins bruttomarginaler 1984–85 var i nivå med toppåren tio år tidigare (se t ex Södersten, 1987). Enligt Söderstens beräkningar är inte detta hela sanningen för om man ser på den reala räntabiliteten, dvs räntabiliteten rensad för inflationens inverkan på det materiella och finansiella kapitalet liksom på skulderna, ser uppgången på 80-talet mindre imponerande ut. 1984, som allmänt uppfattas som ett mycket gott år för företagsvinsterna, låg den reala räntabiliteten på samma nivå som högkonjunkturåret 1970 och fortfarande under genomsnittet för åren 1952–72. Sett över hela efterkrigstiden går det inte att dra slutsatsen att 80-talets uppgång har brutit den fallande trenden sedan 50-talet.

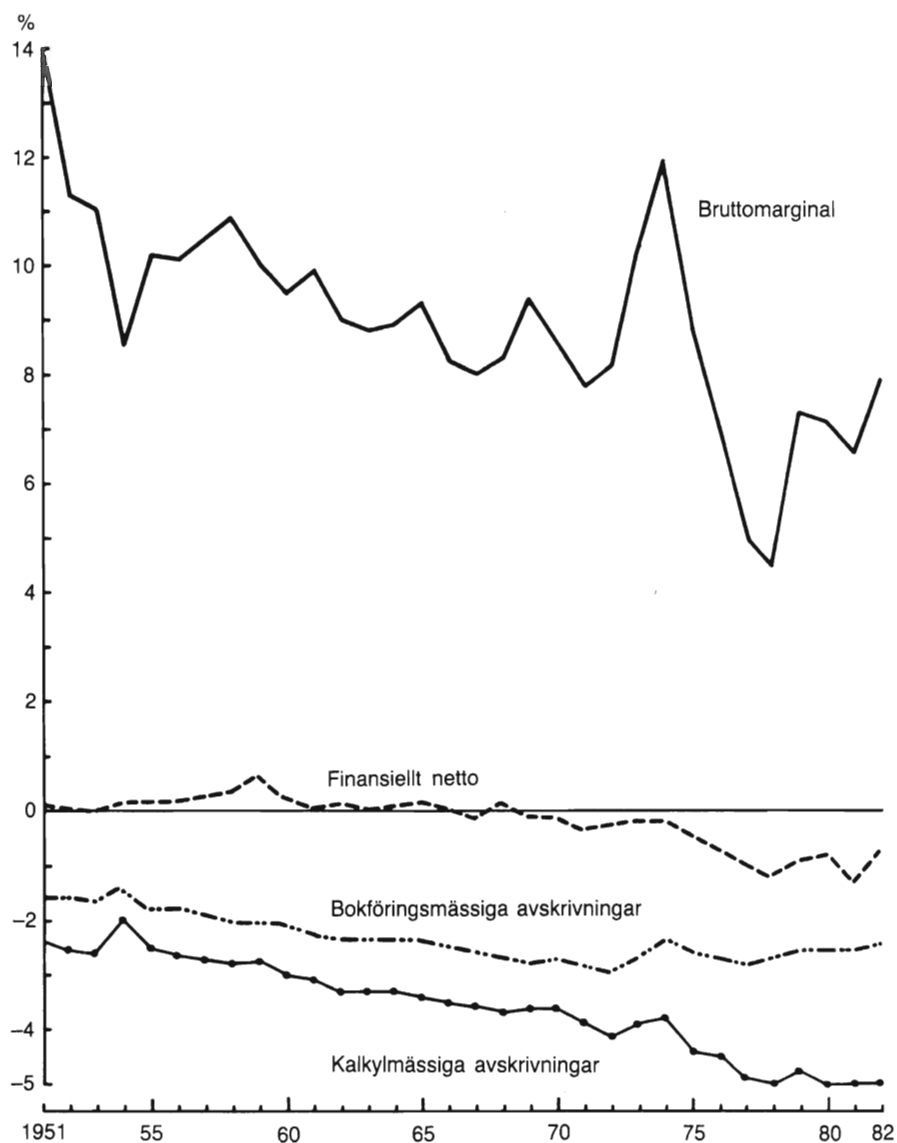
Vid sidan av fallande lönsamhet har ett annat karakteristiskt drag för efterkrigstidens finansiella utveckling varit att företagens finansiella verksamhet ökat starkt i betydelse. Något schematiskt kan sä-

gas att i början av 50-talet bedrev företagen industriell verksamhet och överskottet från produktionen var företagets helt dominerande källa till internt genererade medel. I och med att bruttomarginalerna föll minskade bruttovinstens bidrag till företagssparandet. I stället ökade den finansiella verksamheten starkt i betydelse på såväl utgifts- som intäktssidan. Såväl skuldräntor som intäktsräntor och utdelningar växte. Sammantaget bidrog det finansiella nettots utveckling till att företagets sparande minskade i förhållande till försäljningen men denna negativa nettoeffekt uppträdde först efter 70-talets mitt då industriföretagen som helhet fick ett negativt finansiellt netto (figur 2).

Ett tredje karakteristiskt drag i efterkrigstidens finansiella utveckling i industriföretagen har varit att kapitalintensiteten ökat, här mätt som avskrivningar i relation till försäljningsvärdet. I figur 2 redovisas såväl bokföringsmässiga som kalkylmässiga avskrivningar för industrin som helhet i relation till försäljningsvärdet. Fram till början av 70-talet följdes de två kurvorna åt. Därefter planade de bokföringsmässiga avskrivningarna ut medan de kalkylmässiga fortsatte att öka i relativ betydelse. Den växande skillnaden mellan de två avskrivningsbegreppen återspeglar uppgången i inflationstakt på 70-talet. Med tanke på svårigheterna att göra en korrekt värdering av kapitalets ekonomiska värde, framför allt under perioder av kraftigt varierande relativpriser som 70-talet (se Örtengren, 1981), bör dessa siffror tolkas med försiktighet och mer ses som en indikator på kapitalintensitetens utveckling i industrin än som ett korrekt mått. Detta gäller i särskilt hög grad krisföretagen.

Hur ser bilden ut om vi delar upp industrin i en krisdel och en övrig del, låt oss kalla den senare frisk? Det som då är intressant är i första hand utvecklingen på 70-talet. Gruppen krisföretag har vi tidigare definierat som de sex huvudmottagarna av krisstödet, Svenska Varv, LKAB, SSAB, NCB, ASSI och Södra Skogsägarna. Tillgången på finansiella data gör att vi måste tillgripa vissa begränsningar och approximationer. För det första har hela varvsindustrin betecknats som krisbransch, vilket med tanke på Svenska Varvs betydelse är en godtagbar approximation. På samma sätt har gruvindustrin approximerats med LKAB och tagits som krisindustri som helhet. Även detta är helt godtagbart. När det gäller skogsindustrin, kan inte denna betraktas i sin helhet som en krisbransch. De stora stödmottagarna utgjorde en mindre del av branschen. I stället har därför en krisdel av skogsindustrin konstruerats på basis av årsredovisningarna för ASSI, NCB och Södra. Resten av skogsindustrin har förts till den friska delen av industrin som helhet. När det gäller skogsindustrin finns också problemet att tillgången på finansiella data tvingar oss att slå samman massa-, pappers- och sågverksindustrin till en skogsindustri med mer än 50 anställda. Det innebär

Figur 2 Finansiell utveckling i tillverkningsindustri och gruvor 1951–82
 Procent av försäljningsvärde



Källa: IUI.

att stora delar av den småföretagsdominerade sågverksindustrin inte finns med.

På liknande sätt erbjuder stålindustrin problem när det gäller tillgången på finansiella data. Vi har valt att föra hela stålindustrin till krisdelen i svensk industri. Det innebär att specialstålindustrin också hamnar där, vilket är tveksamt. När det gäller uppdelningen

i en frisk och en sjuk del av svensk industri, får detta emellertid snarare till följd att den sjuka delen framstår som friskare än den egentligen är.

Delas svensk industri upp i en krisdel och en frisk del enligt dessa linjer framgår att lönsamhetssvackan under andra hälften av 70-talet var begränsad till krisdelen (figurerna 3a-d). Resten av industrin hade en i huvudsak konjunkturbetingad nedgång av lönsamheten, men det går inte att urskilja någon trend i lönsamhetsutvecklingen vid sidan av krisföretagen.

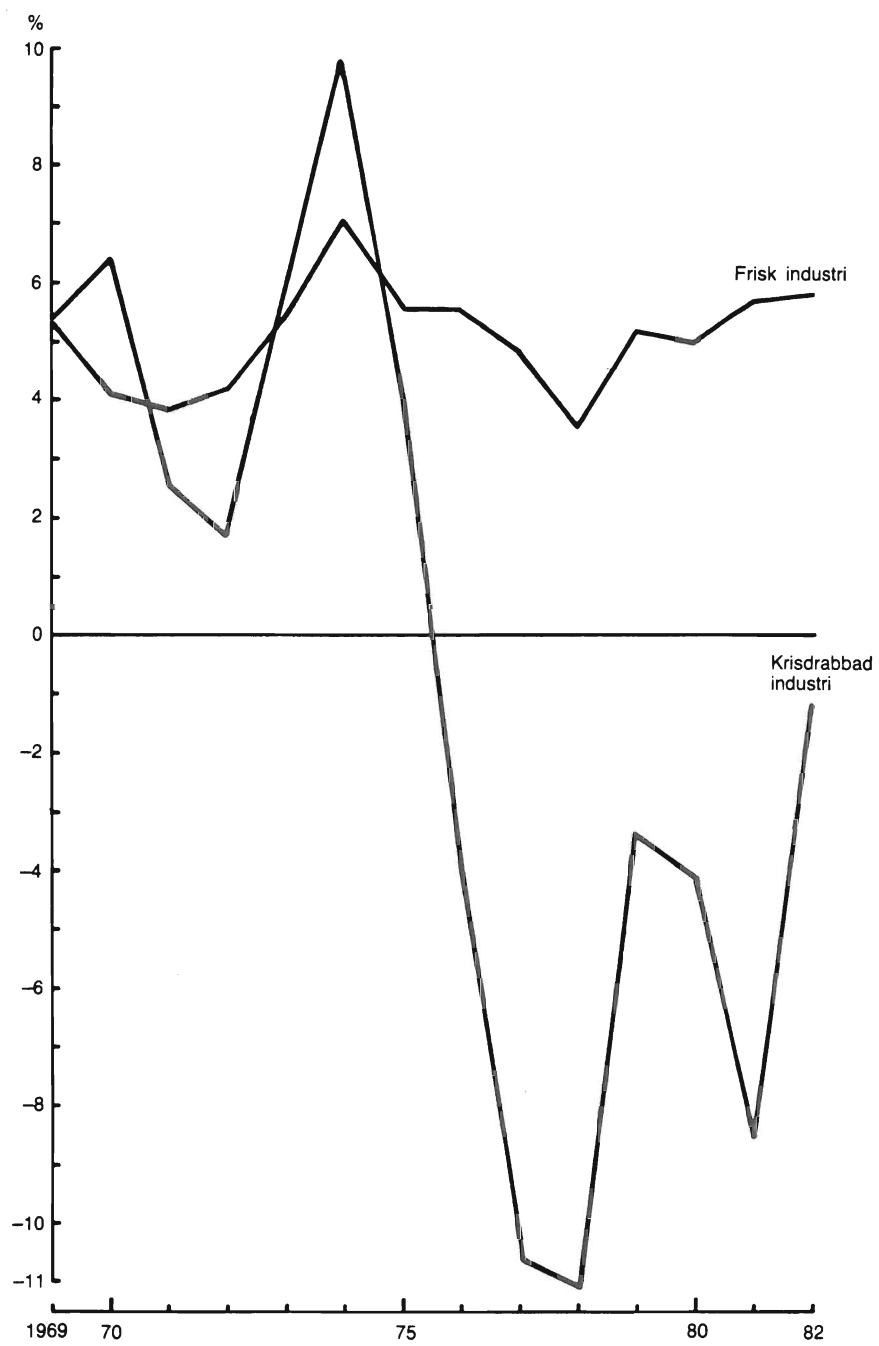
Med samma grova uppdelning av lönsamhetsmättet i bruttomarginal, kapitalintensitet och finansiellt netto som för industrin som helhet (figurerna 3a-d) kan vi se att bruttomarginal och finansiellt netto försämrades dramatiskt i krisindustrierna medan "kapitalintensiteten" minskade. Det senare speglar dock endast att vi rör oss med bokföringsmässiga avskrivningar, vilka inte anpassats till att inflationen sköt fart i mitten av 70-talet. Det måste dock anses vara i stort sett omöjligt att göra en rimlig inflationskorrigering av krisföretagens materiella anläggningsskapital eftersom det förlorade så mycket av sitt ekonomiska värde i krisens spår samtidigt som man med industristödets hjälp gav sig in på omfattande investeringar. Vilket värde som skall åsättas det materiella kapitalet, och som konsekvens också avskrivningarna, blir därför mycket krångligare än i normala fall. I den friska delen av industrin uppträder inte på samma sätt som i krisföretagen en försvagning av den finansiella situationen. Bruttomarginalen ligger något lägre under andra hälften av 70-talet än under den första. Det finansiella nettot är i stort sett oförändrat plus minus noll. Sammantaget rörde sig med andra ord den finansiella försvagningen som vi kunde iakttaga för industrin som helhet om en snabb, långsiktig försämring i krisföretagen, medan resten av industrin försvarade sina avkastningskrav anmärkningsvärt väl under krisåren och enbart drabbades av en konjunkturrell försämring.

Motsvarande fråga kan ställas rörande industriproduktionens utveckling efter mitten av 70-talet. Under de 10 åren fram till 1983 utvecklades den svenska industriproduktionen betydligt svagare än i såväl OECD-länderna totalt sett som i de europeiska OECD-länderna (figur 4). Konjunkturuppgången efter 1982 års stora devaluering var starkare i Sverige varför en del av den mark som förlorades under andra hälften av 70-talet återvanns. Fortfarande 1985 gällde dock att Sverige i jämförelse med läget 1975 hade förlorat omkring 5 % i industriell tillväxt jämfört med de europeiska OECD-länderna och närmare 25 % gentemot OECD-området som helhet.

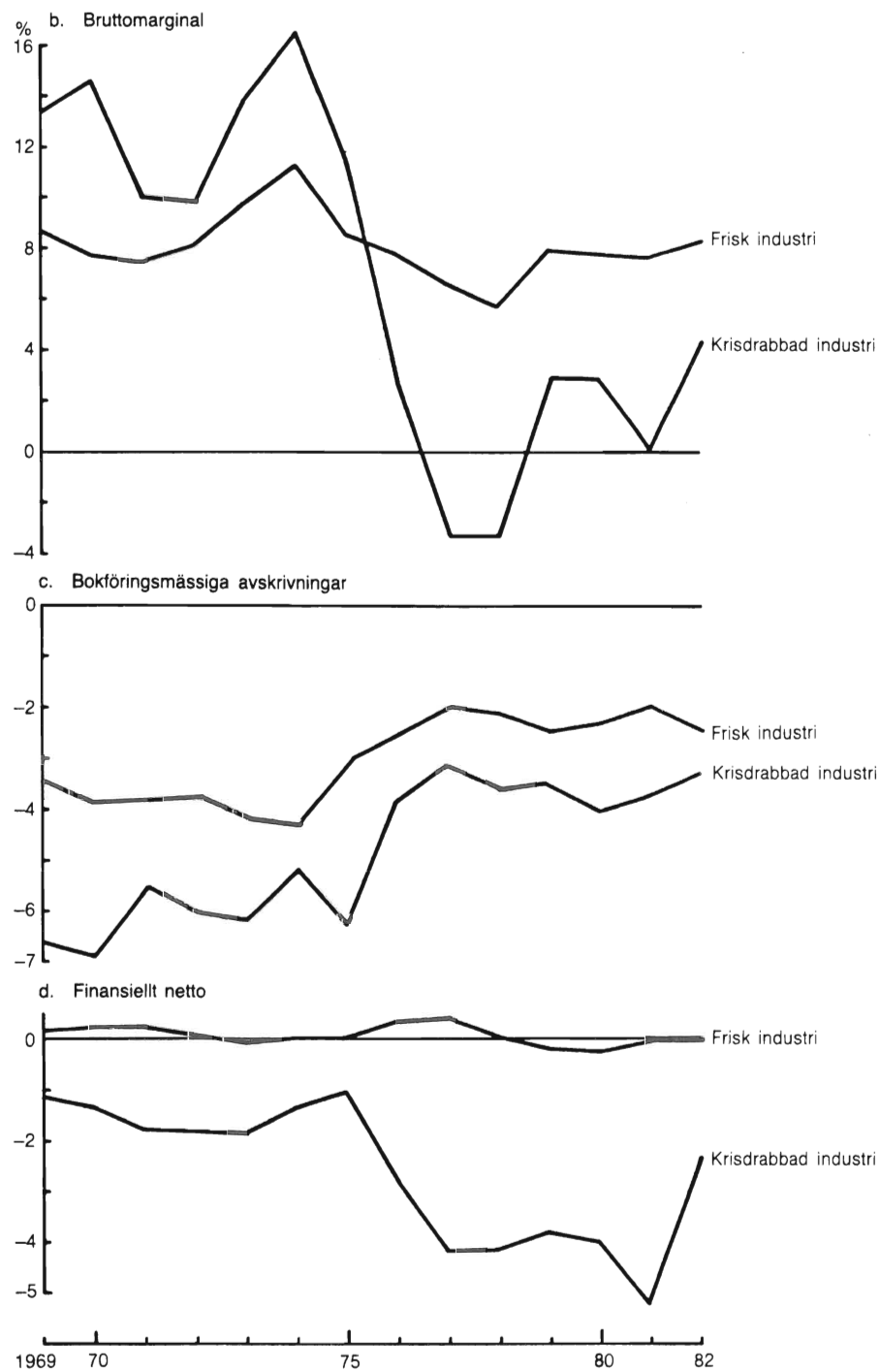
Förklaras de 10 åren av stagnation hos industriproduktionen av en särskilt svag utveckling i krisföretagen? Delas industriproduktionen upp i dels en "krisdel", dels en del som är hänförlig till resten

Figur 3a Vinstmarginal i frisk och krisdrabbad svensk industri 1969–82

Vinstmarginal = vinst efter bokföringsmässiga avskrivningar
och finansiella netto/bruttointäkter



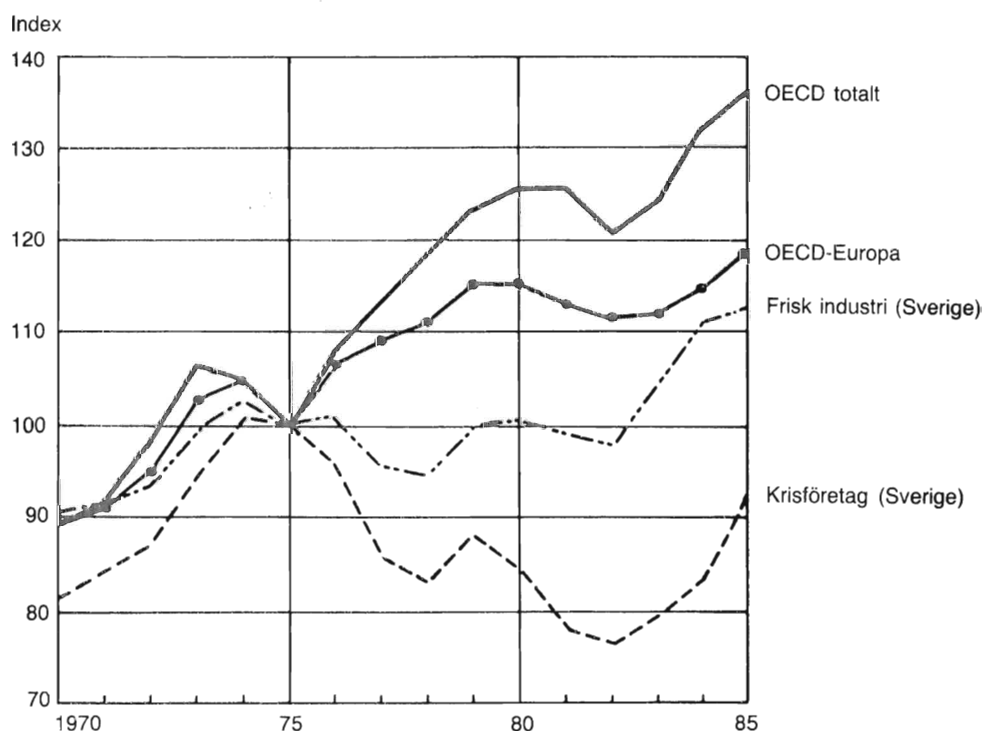
Figur 3b-d Bruttomarginal, avskrivningar och finansiellt netto i förhållande till bruttointäkter 1969-82



Källa: IUI.

av industrin ändras bilden endast obetydligt. Visserligen har produktionen i krisföretagen sjunkit kraftigt sedan mitten av 70-talet och låg 1985 omkring 15 % lägre än den gjorde ett tiotal år tidigare (figur 4). Deras betydelse för industriproduktionen totalt är dock så pass liten att bilden för svensk industri som helhet också gäller för den friska delen av industrin. Stagnation förefaller alltså ha kännetecknat den svenska industrin i allmänhet under dessa år.

Figur 4 Industriproduktion 1970–85 i OECD (totalt), OECD (Europa), Sverige (krisföretag), Sverige (frisk industri)
1975 = 100



Källor: OECD, SOS Industri.

1.4 Höglöneföretag i kris

Karakteristiskt för krisföretagen var att de hörde hemma i höglönebranscher. Som framgår av tabell 2 låg de genomsnittliga timlönerna i krisföretagen betydligt över nivån i resten av industrin i början av 70-talet. Under de resultatmässigt gynnsamma åren understroks detta ytterligare. Relativlönerna steg ytterligare. Den krisar-

tade utvecklingen sedan mitten av 70-talet har däremot inte på samma sätt slagit igenom på relativlönerna. I massa- och pappersindustrierna samt i varvsindustrin låg de relativa timlönerna högre i början av 80-talet än de hade gjort tio år tidigare. I stålindustrin hade de i stort sett fallit tillbaka till utgångsnivån. I gruvindustrin hade timlönerna fallet men var fortfarande drygt 10 % högre än i industrin i genomsnitt.

Det höga löneläget speglar det faktum att de sysselsatta i krisföretagen i allmänhet representerar utbildade yrkesarbetare, dvs en kategori arbetskraft som varit något av en bristvara på arbetsmarknaden. Industristödet har inneburit att denna högproduktiva arbetskraft "låstes fast" i olönsamma verksamheter. På samma sätt som kapitalmarknaden skall styra kapitalet mot de mest produktiva användningarna gäller för arbetsmarknaden att arbetskraften skall styras mot verksamheter där den används produktivt. Industristödet satte denna mekanism ur spel, vilket på sikt kan komma att vara den allvarligaste konsekvensen av stödinsatserna.

Krisföretagen var samtidigt löneledande på sina respektive orter utan att den egna verksamheten kunde bära de höga lönerna. Det bidrog sannolikt till att blockera nya företagsetableringar på dessa orter eftersom privata företag med normala avkastningskrav inte kunde konkurrera med stödföretagen om arbetskraften. Att frivilligt byta jobb under dessa förutsättningar innebar att man skulle behöva gå ner i lön samt tvingas lära sig ett nytt jobb. Incitamenten att göra detta torde ha varit svaga så länge industristöd innebar att man kunde behålla sitt gamla jobb med i stort sett oförändrad hög relativ lönenivå. Dessutom kunde man ofta räkna med ett generöst avgångsvederlag om företaget ändå till sist lades ned.

Tabell 2 Relativa löner i krisföretagen 1970–85

Lön per timme i järnmalmgruvor, massaindusti, pappersindustri, stålindustri och varven i relation till lön per timme i resten av industrin

	SNR-kod	Genomsnittlig timlön			Genomsnittlig
		1970–72	1974–76	1983–85	årslön 1983
Järnmalmgruvor	2 100	118,8	127,3	112,7	85 800
Massaindusti	3 421	108,9	116,6	121,9	71 100
Pappersindustri	3 422	103,2	110,4	117,6	90 400
Stålindustri	3 710	114,4	122,1	112,0	82 700
Varvsindustri	3 843	108,6	109,0	115,5	88 000
Sågverk	3 411	83,6	88,4	86,9	76 200
Övrig industri		100,0	100,0	100,0	85 500

Källa: Nationalräkenskaperna.

2 Krisföretagen och deras marknader – en historisk analys

2.1 Varvsindustrin

För den svenska varvsindustrin innebar varvskrisen på 70-talet att 40 år av snabb och i stort sett obruten expansion avlöstes av en dramatisk tillbakagång (se figur 5). Under efterkrigstiden fram till 1975, som betecknade kulmen för den svenska varvsindustrins storlek, i stort sett fyrdubblades produktionen vid de svenska varven. Expansionen ägde emellertid rum under allt hårdare internationell konkurrens med fallande lönsamhet och stora svängningar i orderin-gången.

Vid tiden för den akuta krisens utbrott dominerade fyra internationellt sett stora varvskoncerner den svenska varvsindustrin, nämligen Kockums, Götaverken, Eriksbergs Varv och Uddevallavarvet. Tillsammans svarade de för 95 % av varvsindustrins produktion.

Traditionellt hade de svenska varven varit nära lierade med sina avnämare redarna, genom direkt ägande eller genom mer eller mindre stabila leverantörsförhållanden. Broströms ägde Eriksberg och Lindholmen samt hade haft en 50-procentig andel i Uddevalla-varvet. Den då expansiva redarkoncernen Salén hade 1971 tagit över Götaverken och senare även Finnboda Varf.

I samband med att varvskrisen fördjupades växte emellertid den statliga ägarandelen snabbt. Uddevalla hade blivit helt och hållet statligt 1971, Eriksberg blev det 1975, Götaverken 1977 och Kockums 1979. De statliga varven slogs 1977 samman i Svenska Varv.

Varvsindustrins expansion under efterkrigstiden vilade inte bara i Sverige utan också internationellt ytterst på världshandelns tillväxt och på att sjöfrakterna växte så snabbt i betydelse. Mellan 1950 och mitten av 70-talet sexdubblades det tonnage som fraktades. Samtidigt ökade de genomsnittliga transportsträckorna starkt. Enligt vissa beräkningar kan man därför räkna med att det transportarbete som världens handelsflottor utförde mer än tiodubblades under denna period.

Huvuddelen av expansionen utgjordes av olje- och bulklastertransporternas tillväxt. Den svenska varvsindustrin var sedan gammalt starkt koncentrerad på stora standardiserade fartyg för transport av olja och bulklaster och kom därför att befinna sig på fronten av varvsindustrins expansion. Dessa fartygstyper svarade exempelvis för 97,5 % av det producerade bruttotonnaget vid svenska varv 1970–75, en högre andel än någon av de andra större varvsnationerna. Karakteristiskt för utvecklingen var också den storleksrevolution som ägde rum på fartygssidan. Så sent som 1958 byggdes den första 100 000-tonnaren, 1964 den första 150 000-tonnaren och bara

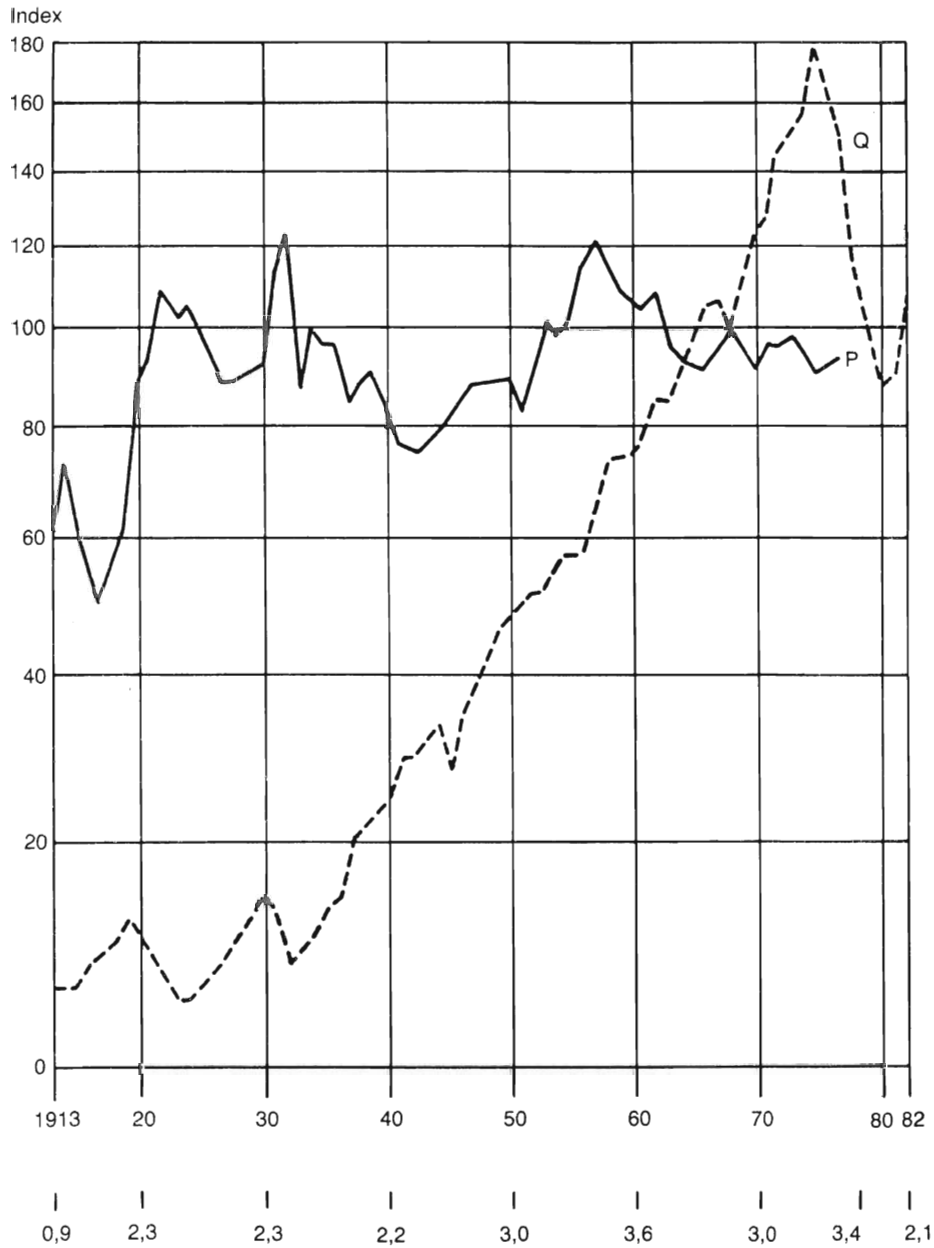
Figur 5 Produktionsvolym och relativpris i varvsindustrin 1913–82

Log skala

Index 1968 = 100

Q = Produktionsvolym

P = Relativpris (prisutveckling inom varje bransch
i förhållande till hela industrin)



Procentuell andel av industrins salutillverkningsvärde

Källor: Josefsson-Örtengren (1979), SOS Industri.

tre år senare fanns det många order placerade vid världens varv på 200 000-tonnare. Det hittills största fartyg som levererats i världen byggdes vid Uddevallavarvet och var på 485 000 ton. Det stod färdigt 1978.

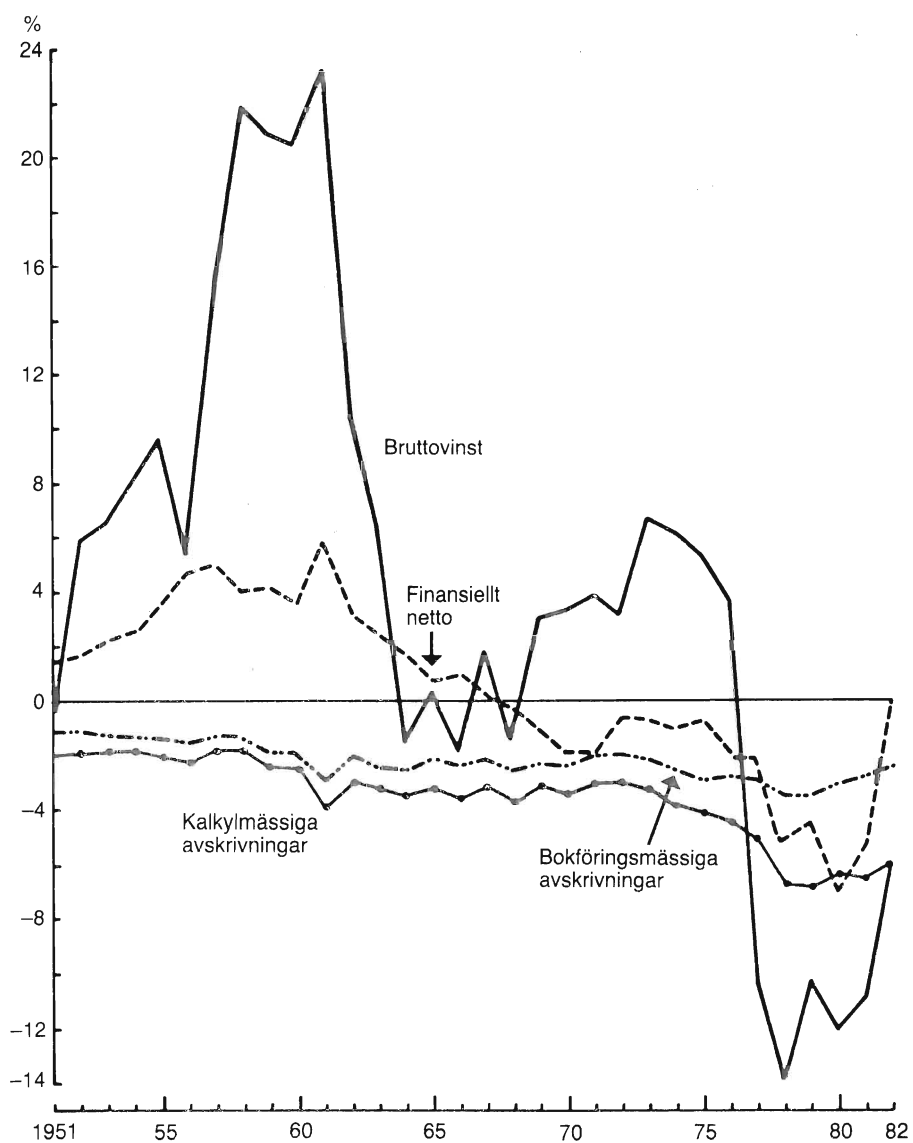
Med varje ny storleksklass skedde en kraftig press på fraktkostnaderna. Redarna försökte därför på ett tidigt stadium skaffa sig de nya fartygsgenerationerna och kom på så sätt att ytterligare förstärka de karakteristiska stora svängningarna i orderingången inom varvsindustrin. Utvecklingen under efterkrigstiden har karakteriserats av att även under normala förhållanden har majoriteten av fartygsorder placerats under korta faser och att dessa högkonjunkturer sedan följts av långa perioder med få nybeställningar. Det gav i och för sig upphov till en säljarens marknad i uppgångarna men innebar också att varven samlade på sig kontrakt som sammanlagt sträckte sig över flera år och ledde till stora problem och förluster vid inflation och ökad osäkerhet.

Yttre händelser spelade en viktig roll när det gällde konjunkturernas svängningar. Korea-konjunkturen innebar en första ansvällning av orderböckerna. Den första Suez-krisen innebar en mångdubbelt större ansvällning. Under den andra Suez-krisen 1967 ökade antalet order starkt igen, även om det den gången inte ledde till samma våldsamma anhopning av order som vid den första Suez-krisen. Vid den andra Suez-krisen spelade emellertid också övergången till supertankers en viktig roll för orderansvällningen (se figur 7).

Först under efterkrigstiden växte det också fram en i ordets rätta bemärkelse internationell fartygsmarknad. Tidigare karakteriserades marknaden för fartyg av att de stora sjöfartsnationerna Storbritannien, USA och i Västeuropa i första hand byggde fartyg för eget bruk. Världens skeppsvarv var knutna till sina hemmamarknader och den internationella handeln med fartyg var relativt begränsad. Den svenska varvsindustrin var i detta avseende speciell genom sin mycket starka anknytning till de norska redarna, som i början av 50-talet mottog närmare 3/4 av den svenska varvsindustrins leveranser. Under efterkrigstiden har i stället länder som Liberia, Grekland och Japan vuxit fram som de största sjöfartsnationerna i termer av ländernas handelsflottor. Vi fick med andra ord en exportmarknad karakteriserad av allt hårdare konkurrens med pris- och kreditvillkor som främsta konkurrensmedel. Fortfarande gällde dock för svensk varvsindustri att det fanns en stark direkt koppling till redarna i det att nästan samtliga svenska varv ägdes eller hade startats av svenska rederier. Det kan i någon mån också förklara varför man i så många fall sålde fartyg till sig själv när det inte gick att sälja dem på världsmarknaden under 70-talets andra hälft.

Av avgörande betydelse för den svenska varvsindustrins allt mer

Figur 6 Finansiell utveckling i varvsindustrin 1951–82
 Procent av försäljningsvärdet



Källa: IUI.

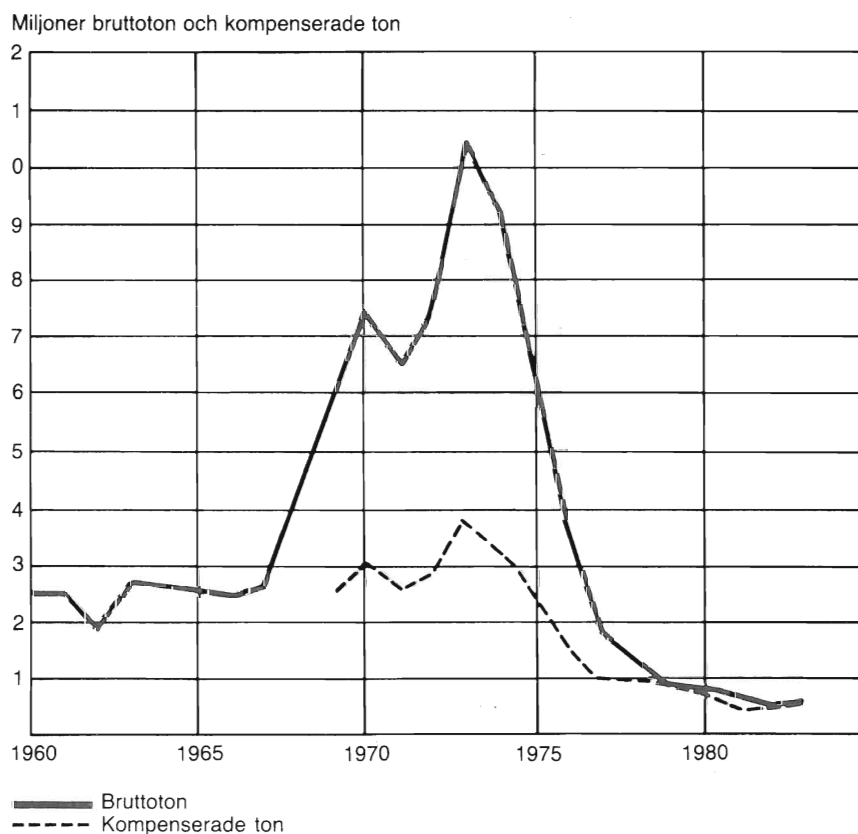
trängda läge var den japanska varvsindustrins enorma expansion. Det var under den pressade ordersituationen på 60-talet som den japanska varvsindustrin kom att dominera världens varvsindustri. Deras andel av de nybyggda fartygen ökade från en fjärdedel 1960 till hälften 1970.

Expansionen ägde rum under stark prispress vilket kom att sätta

sin prägel på varvsindustrins lönsamhetsutveckling. I den svenska varvsindustrin kom lönsamheten att karakteriseras av mycket stora svängningar. Under andra hälften av 50-talet och ända till och med de första åren av 60-talet dominerades resultatutvecklingen av de utomordentligt lönsamma order som varven kunde ta i Suez-krisens spår. Som framgår av figur 6 låg bruttomarginalen högt i varvsindustrin, långt över genomsnittet för svensk industri som helhet.

Suez-krisens ansvällning av orderböckerna avlöstes emellertid av en lång period av magra år, där bruttomarginalen föll dramatiskt från 23 % till -2 % inom loppet av tre år (se också Ekström, 1970). Det var under den här perioden som den japanska varvsindustrin kom att ta över och bli världens helt dominerande varvsindustri. Med den andra Suez-krisen i samband med junikriget 1967 började orderläget förbättras (figur 7).

Figur 7 Fartyg i order den 31 december 1960–83



Källa: Ljungberg, 1981

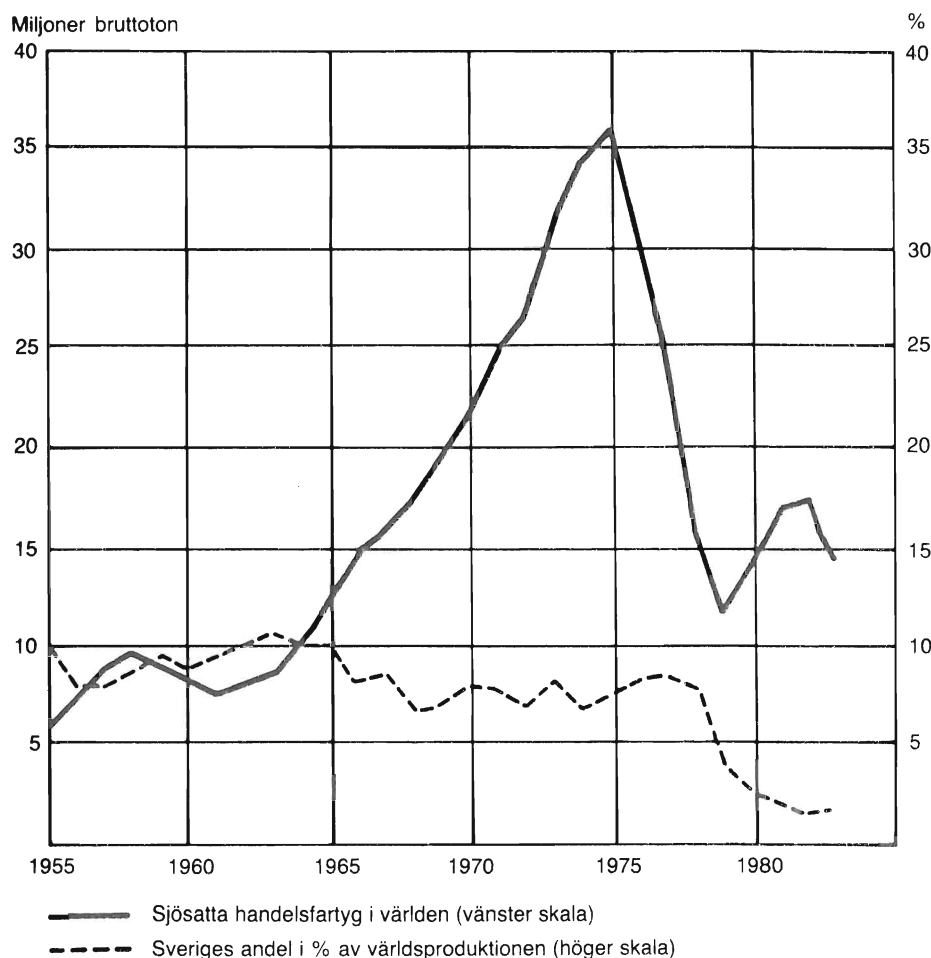
Figur 7 visar hur orderstocken steg efter 6-dagarskriget. Varven upplevde att en ny period av expansion stod för dörren. Götaverken hade redan dragit igång ett stort investeringsprogram när nästa Suez-kris inträffade i samband med oktoberkriget 1973. De andra varven följde snabbt efter med undantag för Eriksberg, som inte hade några pengar att satsa. Industrins investeringar slog igenom alla tidigare tak.

Den starka ansvällningen av orderböckerna under 70-talets första år ledde emellertid inte alls till motsvarande återhämtning av lönsamheten (figur 6). Bruttomarginalen steg till ca 7 % som mest 1973 men avkastningen på eget och totalt kapital var fortfarande omkring noll eller till och med negativ. När den akuta varvskrisen utlöstes efter 1975 var det därför efter mer än tio år av i stort sett nollresultat i varvsindustrin. Den starka expansionen på 70-talet skedde därför till utomordentligt svag lönsamhet. Av figuren framgår också hur botten gick ur lönsamheten under andra hälften av 70-talet.

Det allt hårdare konkurrensläget yttrade sig emellertid inte bara i form av en prispress och försämrade bruttomarginaler. Man talade också under 60-talet om "det stora kreditkriget". Från europeisk sida anklagade man framför allt japanerna för att ge ytterst förmånliga kundkrediter med statligt stöd. Flera varvsländer följde snabbt efter med subventionerade och förmånliga krediter. Kreditandelen vid fartygsköpen ökade och amorteringstiden likaså, räntan låg klart under marknadsräntan. Detta avspeglar sig i de svenska varvens radikalt försämrade finansiella netto från början av 60-talet till början av 70-talet (se figur 6). Från att ha varit positivt och legat på ca 6 % av bruttointäkterna försämrades det finansiella nettot och var 1970 negativt, 2 % av bruttointäkterna. Först därefter träffades internationella överenskommelser som i någon mån reglerade på vilka villkor fartygskrediter skulle lämnas. Varvskrisen efter 1975 slog emellertid hårt på varvens finansiella netto på nytt och det försämrades. Det var en kombination av valutaförluster och att den snabba expansionen i början av 70-talet finansierats med lånade medel som gjorde att varvens finansiella netto var -7 % av bruttointäkterna 1980.

De svenska varven var fram till 70-talet inte särskilt investerings-tunga i jämförelse med industrin som helhet. Orderansvällningen i Suez-krisens spår ledde till en utbyggnad inom de svenska varven, men om vi ser till kapitalintensiteten och mäter den med avskrivningarna i relation till bruttointäkterna finner vi att varvsindustrin låg i stort sett på samma nivå som industrin som helhet ända fram till 70-talets första år (figur 6). Varvsindustrins expansionsplaner under 70-talet och de investeringar som faktiskt drogs igång ledde emellertid till att situationen snabbt förändrades. Investeringskvoten i varven tredubblades och avskrivningarnas andel av bruttointä-

Figur 8 Sjösatta handelsfartyg i världen 1955–83
(exkl Kina och Sovjetunionen)



Källa: Lloyds register.

täkterna steg dramatiskt från 3 % till mer än 6 % under andra hälften av 70-talet.

2.2 Järnmalmegruvorna

Antalet järnmalmegruvor i drift minskade i rask takt under 60- och 70-talen. År 1960 hade antalet uppgått till 68 stycken enligt industristatistiken för att 20 år senare ha minskat till 10 stycken. LKAB och de norrländska malmfälten hade emellertid hela tiden varit de dominerande leverantörerna av järnmalm i Sverige. De svarar idag för mer än 85 % av järnmalmegruvornas samlade produktion.

Inslaget av statligt ägande har varit stort bland järnmalmsgruvorna under hela 1900-talet genom statens 50-procentiga andel i LKAB. I och med att staten 1957 nästan helt löste ut sin motpart Gränges ur LKAB stärktes statens ägarroll ytterligare. När SSAB grundades övertog staten dessutom Gränges resterande gruvor samt Stora Kopparbergs gruvor.

Historien om järnmalmsgruvorna under efterkrigstiden är historien om hur en extremt gynnsam situation efterhand undergrävdes och gick förlorad. Efter krigsslutet steg efterfrågan internationellt på järnmalm kraftigt ända fram till 1957 (figur 9). Detta får ses mot bakgrund av den högkonjunktur som rådde inom stålindustrin under denna period. Järnmalmsmarknaden var uppdelad i relativt väl avgränsade regionala marknader. Sverige hade en dominerande ställning i Västeuropa och svarade för 60 % av de nuvarande EG-ländernas järnmalmsimport. Den svenska exporten av järnmalm trefaldigades mellan 1946 och 1957. Att expansionen inte blev ännu kraftigare berodde mer på restriktioner på brytningssidan än på avsättningssidan.

I slutet av 50-talet började den internationella konkurrensen hårdna efter hand. Sveriges andel av EGs järnmalmsimport hade 1960 minskat till 35 %. Nya kustbelägna dagbrott öppnades i exempelvis Kanada, Brasilien, Australien och Afrika. Genom att sjötransportkostnaderna sänktes kraftigt öppnades den europeiska marknaden för transoceaniska producenter. Sveriges transportkostnadsfördel sjönk betydligt. Man kan räkna med att Sveriges transportkostnadsfördel gentemot Brasilien minskade från ca 30 % i förhållande till priset på styckemalm år 1960 till 10 % år 1977.

De utomeuropeiska gruvornas framväxt innebar att svensk järnmalmsindustris andel av världsmarknaden minskade snabbt. 1976 var Sveriges andel av EGs järnmalmsimport nere i 15 %, betydligt lägre än exempelvis Brasiliens andel och i stort sett i nivå med Kanadas och Australiens.

Efterfrågetrycket efter andra världskriget ledde till en fördubbling av gruvindustrins relativpriser under en femårsperiod 1946–51. Från den nivån sjönk emellertid de nominella priserna på järnmalm ända fram till 70-talets början och i relation till industripriserna i allmänhet sjönk gruvindustrins produktpriser med 60 % från toppnoteringen från 1953. Gruvindustrins lönsamhet har utvecklats på ett likartat sätt (se figur 10). I början av 50-talet låg lönsamheten på en nivå som knappast upplevts av någon svensk industrigren sedan sågverkens guldålder på 1800-talet. Bruttomarginalen låg ett par år över 60 % i början av 50-talet. Därefter sjönk bruttomarginalen dramatiskt och stadigt. Före krisåren på 70-talet hade den kommit ned till 25 %. Den låg dock fortfarande en bra bit över industri-genomsnittet.

Figur 9 Produktionsvolym och relativpris inom gruvindustrin 1913–85

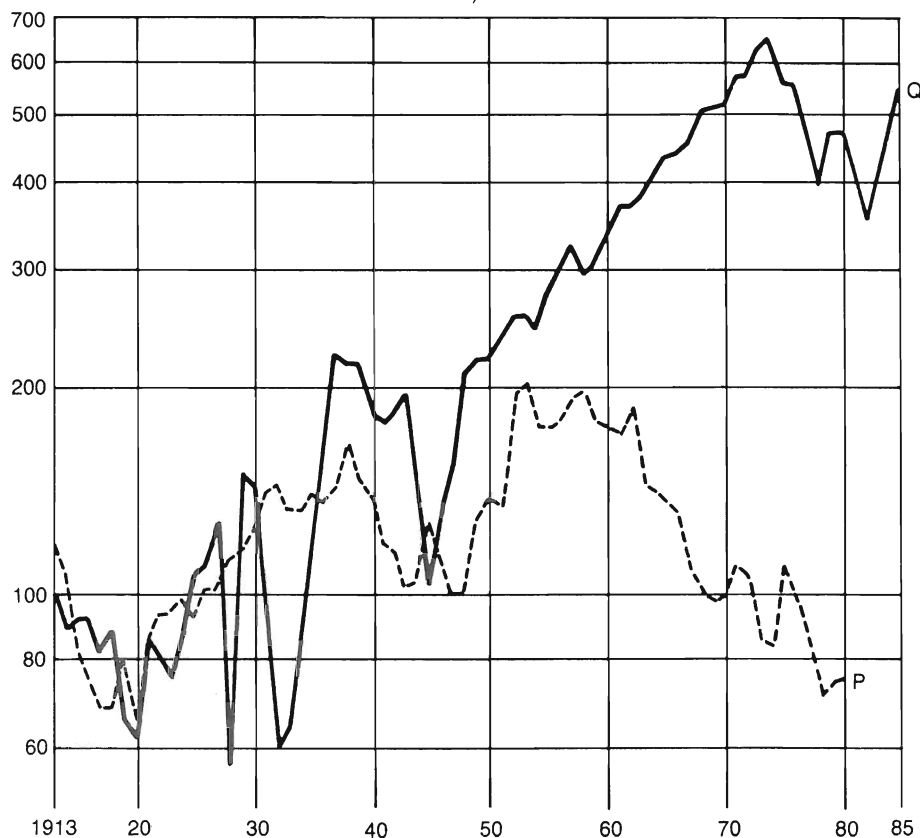
Log skala

Produktionsvolym: Index 1913 = 100

Relativpris: Index 1968 = 100

Q = Produktionsvolym

P = Relativpris (prisutveckling inom varje bransch
i förhållande till hela industrin)

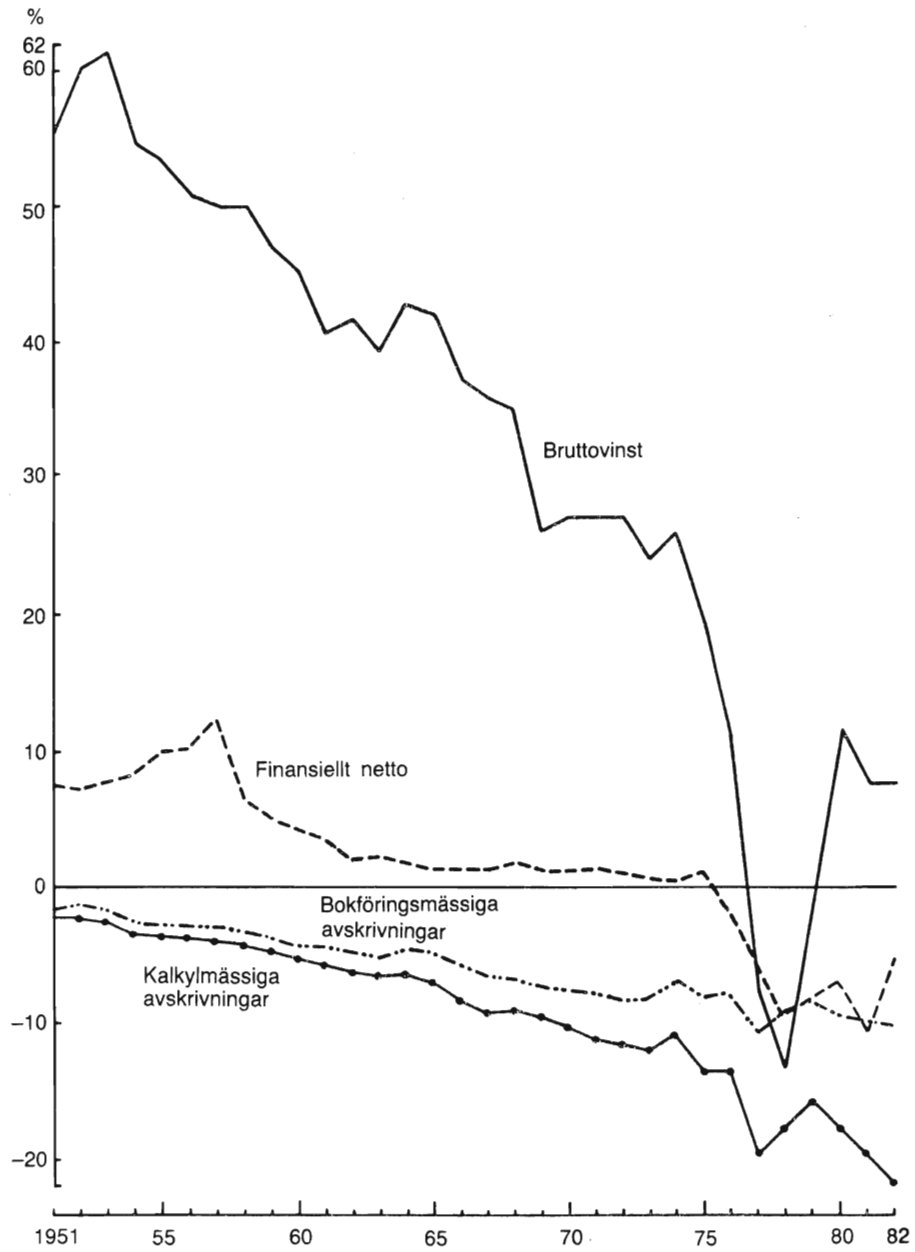


Källa: SOS Industri.

LKABs finansiella netto (för det är LKAB som egentligen avses) var ända fram till de första åren av 60-talet starkt positivt och översteg 10 % av bruttointäkterna under andra hälften av 50-talet. Därefter sjönk det, men var positivt ända fram till 1975. Då gick LKAB för första gången i stor skala ut på lånemarknaden och fick vidkännas ett starkt försämrat finansiellt netto som man behållit ända fram till 1982.

Den svenska järnmalmsindustrin utmärkte sig också av att den blev alltmer kapitalintensiv under efterkrigstiden allteftersom man tvingades att gå under jord för brytningen. Redan före krisen hade

Figur 10 Finansiell utveckling i gruvinindustrin 1951–82
 Procent av försäljningsvärde



Källa: IUI.

de kalkylmässiga avskrivningarna ökat till 10 % av bruttointäkterna och under andra hälften av 70-talet ökade de till inemot 20 % av bruttointäkterna.

2.3 Handelsstålindustrin

Med det stödperspektiv som anlagts i denna uppsats är det naturligt att i görligaste mån avgränsa redogörelsen till att gälla handelsstålverken och i första hand de tre stora malmbaserade stålverken i Domnarvet, Oxelösund och Luleå. Även om nästan hela den svenska stålindustrin brottats med stora svårigheter sedan mitten av 70-talet är det i huvudsak dessa tre som mottagit statligt industristöd och som inlemmats i den statliga stålkoncernen SSAB.

Fram till dess ingick Oxelösund och Domnarvet i större koncerner med vittförgrenad industriell verksamhet men med tyngdpunkten i basindustri. NJA i Luleå hade byggts efter ett riksdagsbeslut på 40-talet.

Även för den svenska stålindustrin innebar perioden mellan 1950 och 1974 en snabb tillväxt med i genomsnitt 6,2 % per år av stålproduktionen (figur 11). Den stora expansionsfasen inföll mellan 1955 och 1965 då stålindustrins produktionsvolym växte med i genomsnitt 9 % per år. I första hand var det fråga om att handelsstålkapaciteten byggdes ut på basis av byggstål och leveranser till varvsindustrin. En femtedel av stålindustrins produktion gick till varvsindustrin, vilket var en internationellt sett hög siffra.

Den marknadssituation som på 60-talet mötte svensk handelsstålindustri med dess utbyggda produktionskapacitet var emellertid en helt annan än tidigare. 60-talet blev det decennium då Japan trädde fram som världens främsta stålproducent. Under loppet av ett årtionde mer än fyrfaldigades stålproduktionen i Japan. Dessutom växte utvecklingsländernas andel av världsexporten från 2 % till ca 10%.

Efterfrågan på råstål fortsatte att växa fram till 1973/74. Därefter gick produktionen tillbaka i de utvecklade industriländerna medan den i utvecklingsländerna fortsatte att öka. Även kapaciteten att producera råstål fortsatte att öka trots att produktionen stagnerade. En global överkapacitet uppstod därför. Den beräknades i slutet av 70-talet uppgå till 50–100 miljoner ton per år (Carlsson, 1980). Överkapaciteten fanns i huvudsak i Västeuropa, USA och Japan.

Efter den snabba utbyggnaden fram till början av 60-talet stagnerade investeringarna i stålindustrin totalt sett. I den privata delen började investeringarna rentav att minska omkring 1970. Däremot gav sig statliga NJA in på ett utomordentligt omfattande investeringsprogram som lyfte investeringsvolymen i hela handelsstålind-

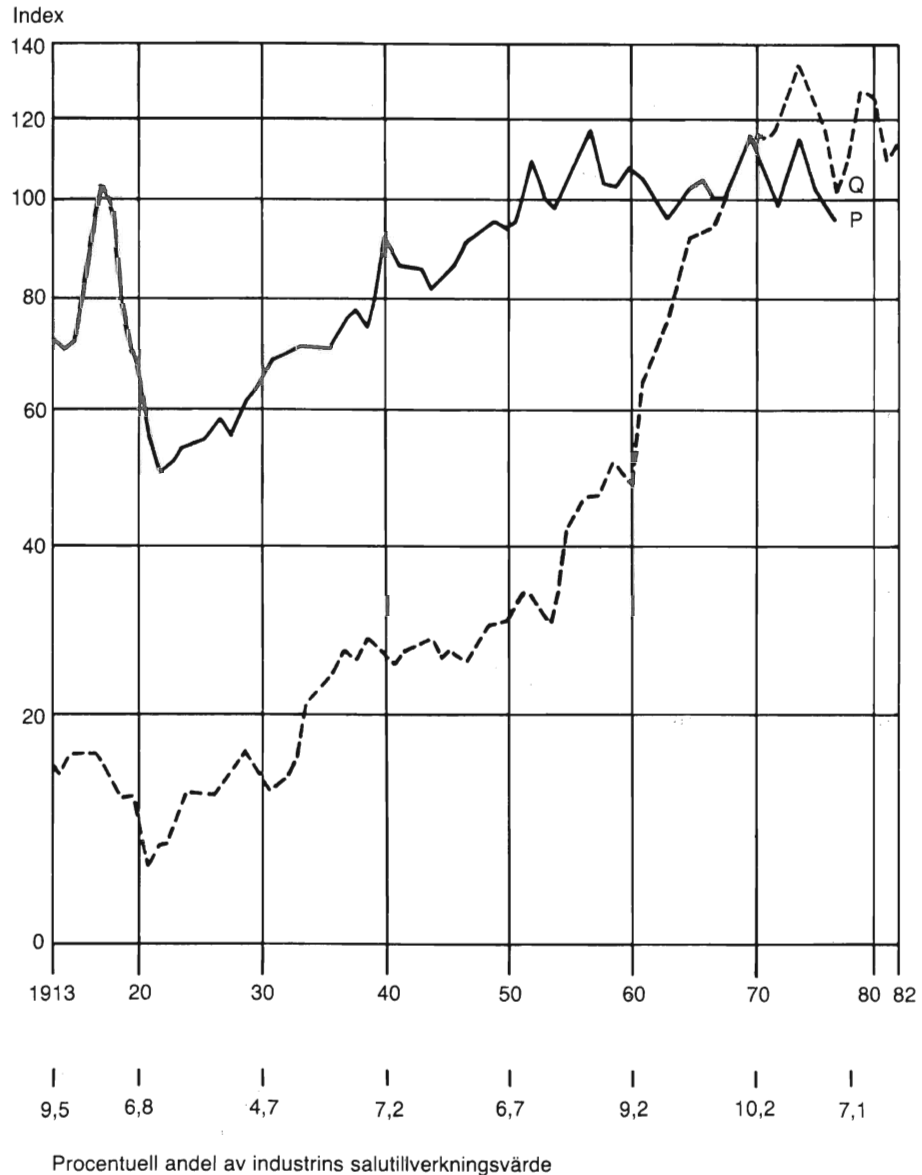
Figur 11 Produktionsvolym och relativpris i järn-, stål- och metallindustrin 1913-82

Log skala

Index 1968 = 100

Q = Produktionsvolym

P = Relativpris (prisutveckling inom varje bransch i förhållande till hela industrin)

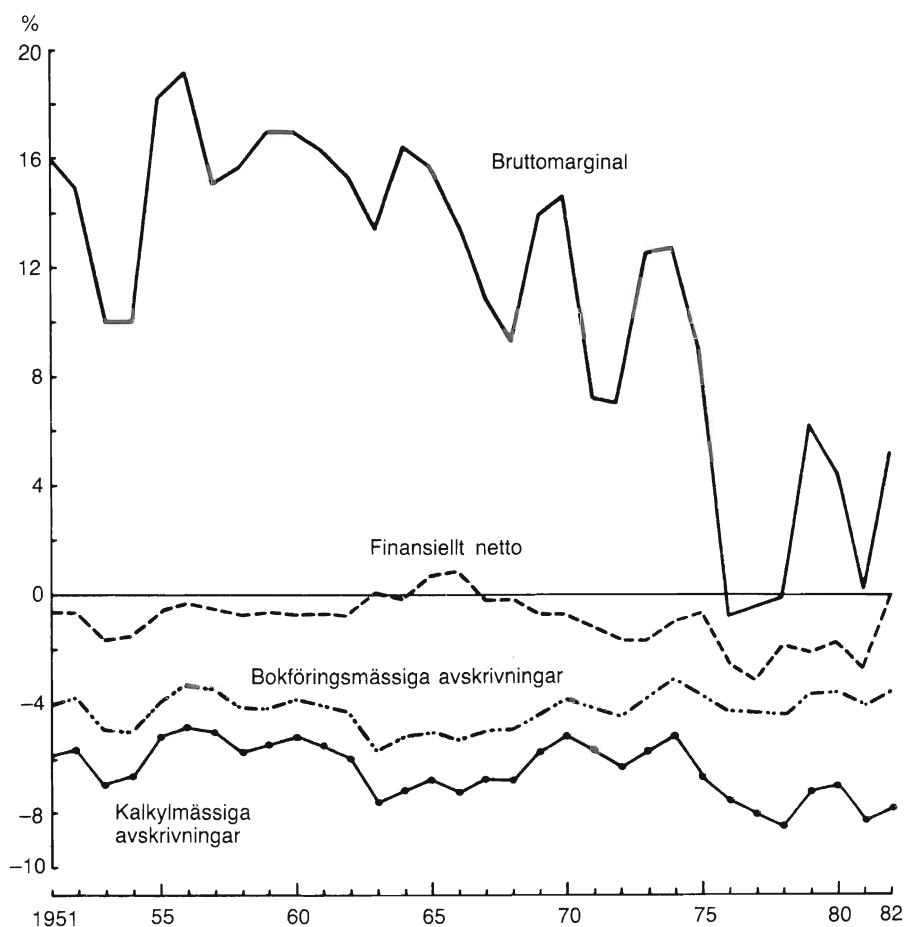


Källor: Josefsson-Örtengren (1979), SOS Industri.

dustrin. De statliga planerna för svensk stålindustri var överhuvudtaget mycket ambitiösa på 70-talet. Kulmen representerade planerna på Stålverk 80, vilka övergavs först 1976, då krisen för de malmbaserade stålverken var som djupast.

Den svenska stålindustrins lönsamhet låg, mätt i bruttomarginalen, under expansionsfasen förhållandevis högt med en kulmen 1956 (figur 12). Från denna nivå sjönk bruttomarginalerna trendmässigt. Betecknande var att i varje ny lågkonjunktur nåddes en ny bottennivå för lönsamheten. Även högkonjunkturnivåerna sjönk efter hand. Krisåren under andra hälften av 70-talet och början av 80-talet kunde därför snarast ses som en accentuering av en långsiktig trend för bruttomarginalerna i stålindustrin.

Tabell 12 Finansiell utveckling i järn-, stål- och metallindustrin 1951–82
Procent av försäljningsvärde



Källa: IUI.

Stålintustrins finansiella verksamhet utvecklades förhållandevis mer gynnsamt fram till mitten av 60-talet för att därefter sjunka starkt och under andra hälften av 70-talet låg det finansiella nettot på ca -2 % av bruttointäkterna.

Kapitalintensiteten, här mätt som avskrivningarna i förhållande till bruttointäkterna, var under större delen av efterkrigstiden förhållandevis konstant. Det var först under intryck av inflationen på 70-talet som kalkylmässiga avskrivningar ökade i betydelse. Fortfarande gällde dock att stålintustrin under hela den här perioden låg avsevärt över industrin i genomsnitt vad gällde kapitalintensitet.

2.4 Skogsindustrin

Skogsindustrin skiljer sig från de övriga branscherna som en av huvudmottagarna av krisstöd. Medan de övriga branscherna drabbades mer eller mindre i sin helhet, drabbades bara tre av ett femtontal storföretag i skogsindustrin av en sådan kris att de hade gått i konkurs utan omfattande statliga stödåtgärder. Dessa företag var på sätt och vis "odd birds" i branschen genom sin ägarkonstruktion – två var ägda av skogsägarföreningarna och ett var statligt sedan lång tid tillbaka. Tillsammans svarade de för drygt 15 % av branschens sysselsättning år 1976, dvs vid den akuta krisens början. Vad som däremot är klart är att branschen drabbades av en serie svåra bakslag på konjunktur- och valutasidan som gjorde att resultatpåfrestningarna i skogsindustrin sannolikt blev betydligt hårdare än i industrin i genomsnitt.

Här behandlas skogsindustrin som en enhet på grund av svårigheterna att få disaggregerade finansiella data för en finare uppdelning. Detta är olyckligt eftersom det finns stora olikheter mellan i första hand trävaruindustrin (med sågverk och vidareförädlade verksamheter) å ena sidan och massa- och pappersindustrin å den andra. Den förra "halvan" är i stor utsträckning en småföretagsindustri och försök att göra den storskalig har vanligtvis varit mindre lyckade från resultatsynpunkt. Den andra "halvan" däremot är en utpräglad processindustri med stora anläggningar och sannolikt högre kapitalintensitet i genomsnitt än i någon annan industrigren. Begreppet skogsindustri (med mer än 50 anställda) blir därför en klumpig konstruktion motiverad av tillgången på finansiella data. Det är dock klart att en mycket stor del av svensk sågverksindustri inte rymms inom denna företagsgrupp.

Som framgår av figurerna 13a-d har skogsindustrin varit en klart expansiv industrigren under efterkrigstiden liksom dess delbranscher. Det kan förefalla anmärkningsvärt med tanke på att man vid krigsslutet hyste en allmän uppfattning att råvarubrist på ett allvar-

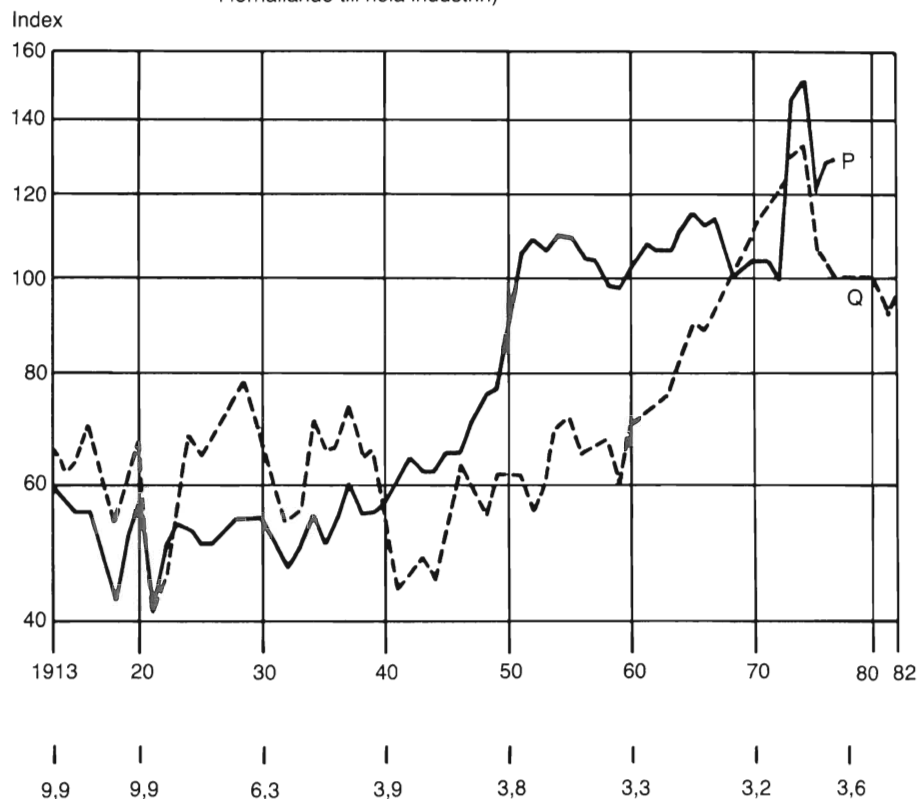
Figur 13a Produktionsvolym och relativpris i sågverken 1913–82

Log skala

Index 1968 = 100

Q = Produktionsvolym

P = Relativpris (prisutveckling inom varje bransch
i förhållande till hela industrin)



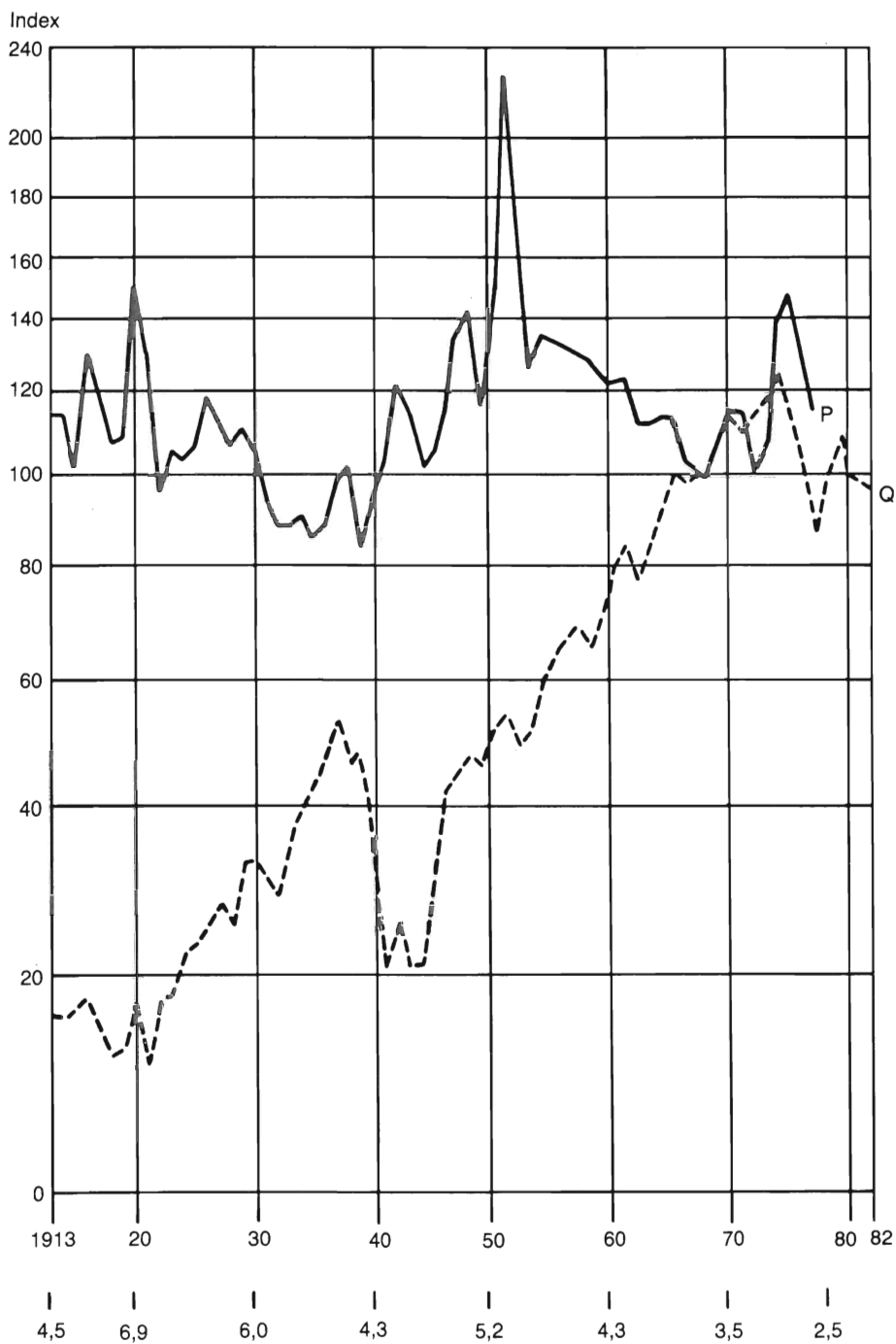
Procentuell andel av industrins salutillverkningsvärde

Källor: Josefsson-Örtengren (1979), SOS Industri.

ligt sätt skulle komma att bromsa svensk skogsindustris expansion. Denna föreställning försvann dock på ett tidigt stadium genom de inventeringar av skogsbeståndet som gjordes under 50-talet.

Expansionens tyngdpunkt låg på massa- och papperssidan, vars produktionsvolym i stort sett tredubblades sedan 40-talet fram till 80-talets förra hälft. Emellertid växte även träindustrin starkt. Sågverken kom tillbaka efter att ha upplevt en mycket lång period av stagnerande produktion. Ännu 1960 var produktionsvolymen inte större än vid första världskrigets utbrott nästan ett halvsekel tidigare. Parallellt växte vidareförädlingen ännu snabbare.

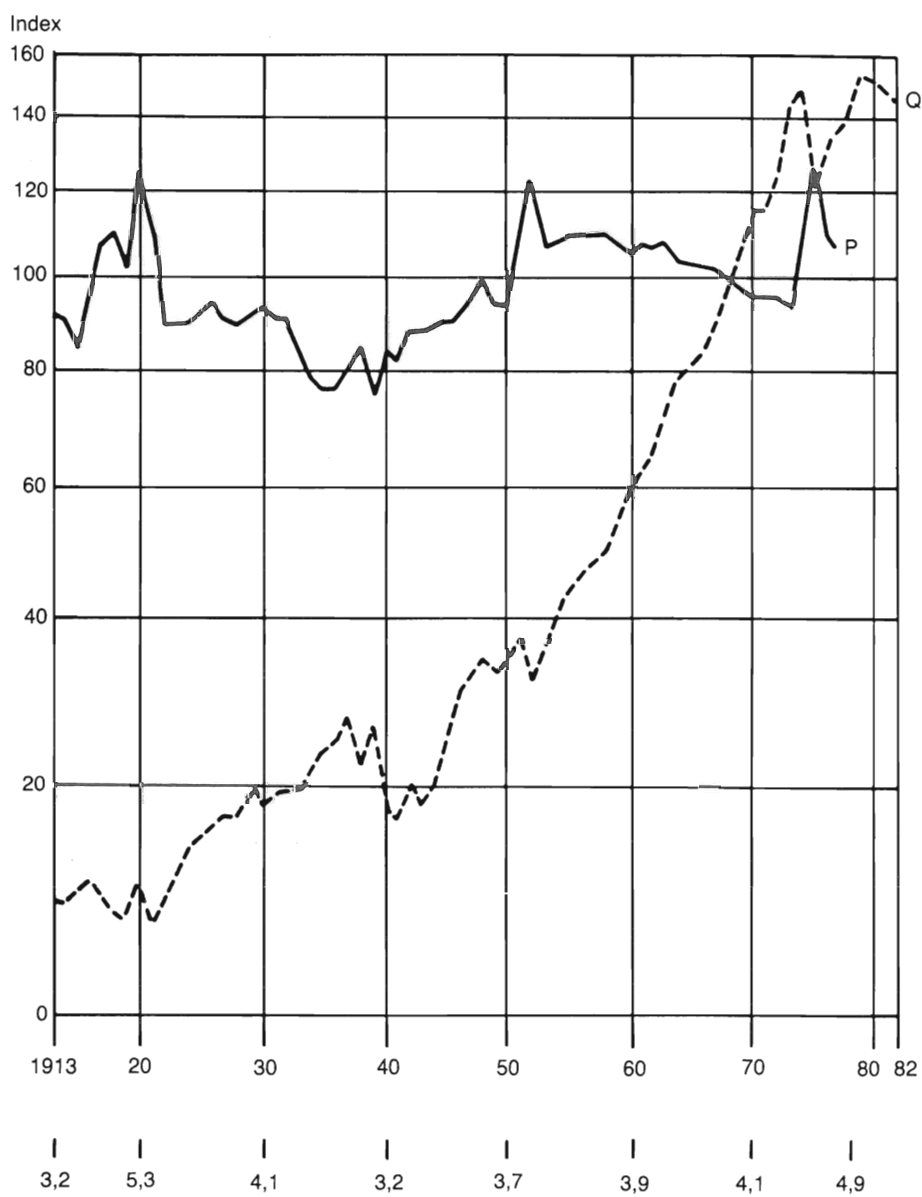
Figur 13b Produktionsvolym och relativpris i massindustrin 1913–80
Log skala



Procentuell andel av industrins salutillverkningsvärde

Källor: Josefsson-Örtengren (1979), SOS Industri.

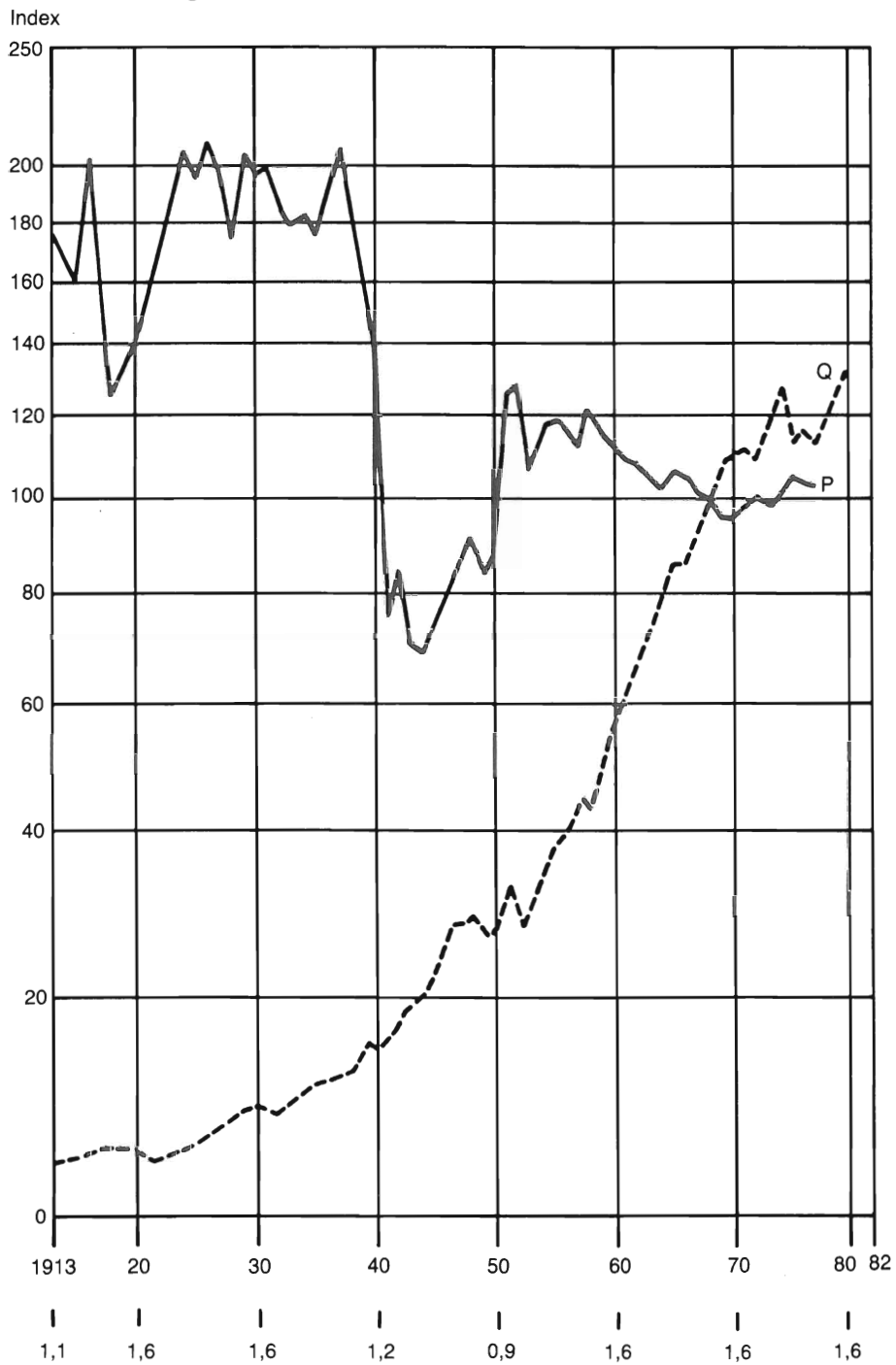
Figur 13c Produktionsvolym och relativpris i pappersindustrin 1913-82
Log skala



Procentuell andel av industrins salutillverkningsvärde

Källor: Josefsson-Örtengren (1979), SOS Industri.

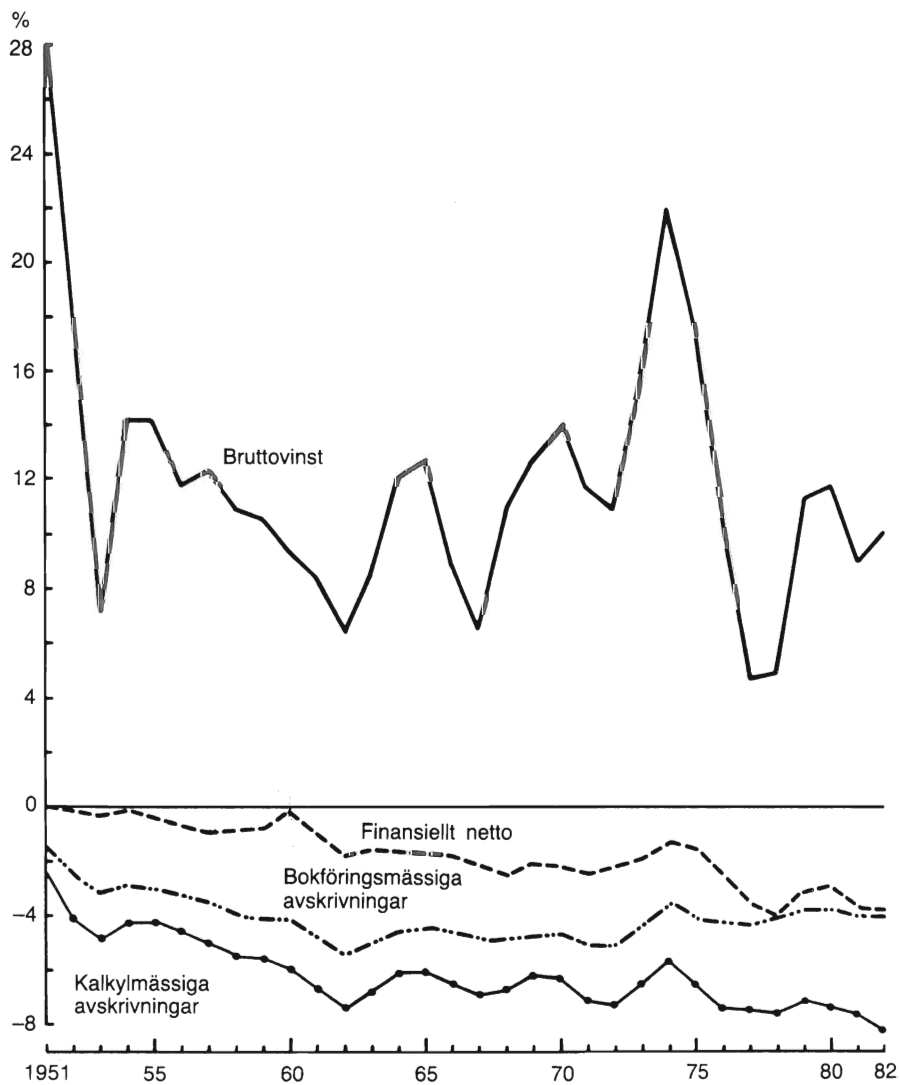
Figur 13d Produktionsvolym och relativpris i övrig pappersindustri 1913–82
Log skala



Procentuell andel av industrins salutillverkningsvärde
Källor: Josefsson-Örtengren (1979), SOS Industri.

Bruttomarginalen i skogsindustrin karakteriserades av dels stora konjunkturella svängningar med extremt höga värden, Korea-konjunkturen och boomen 1973–75, dels djupa bakslag 1953, 1962, 1967 och framför allt 1977–78 (figur 14). Däremot går det inte att bestämma någon entydig trend från bruttomarginalens utveckling under denna tid.

Figur 14 Finansiell utveckling i skogsindustrin 1951–82
Procent av försäljningsvärde



Källa: IUI.

Det kan man däremot göra för branschens finansiella verksamhet som ledde till ett alltmer försämrat finansiellt netto. Från att ha varit i stort sett plus minus noll i början av 50-talet försvagades det stadigt och det negativa finansiella nettot låg i slutet av den studerade perioden på mellan 3 och 4 % av bruttointäkterna.

Branschens ökade kapitalintensitet bidrog till att försvaga den finansiella ställningen. Framför allt under 50-talet ökade avskrivningarnas relativa storlek i förhållande till verksamhetens omfattning. Sedan början av 60-talet har de kalkylmässiga avskrivningarna utgjort mellan 6 och 8 % av bruttointäkterna, vilket är dubbelt så mycket som för industrin i genomsnitt.

Liksom industrin i stort och exportindustrin/basindustrin i synnerhet följdes konjunkturtoppen 1973/74 av ett djupt bakslag. För skogsindustrin var det inte av samma strukturella slag som i varven, gruvorna och stålet. Det var emellertid det djupaste bakslaget under efterkrigstiden och det kom att förstärkas resultatmässigt av flera specifikt svenska faktorer. Den svenska skogsindustrin – framför allt exportindustrin – var i högre grad än sina konkurrenter inriktade på de tidigare förädlingsleden. Det gällde särskilt massa- och pappersindustrin. Trots att man målmedvetet försökte öka integrationen framåt i förädlingsleden hade Sverige en internationellt sett hög andel avsalumassa i sin produktion. Ju tidigare i förädlingsledet, desto konjunkturkänsligare var en tumregel som höll bra under 70-talet.

För det andra förbyttes 50- och 60-talens virkesöverskott i något som liknade virkesbrist. Svensk skogsindustri föreföll ha slagit i råvarutaket. Priserna på skogsråvara skenade iväg 1973–78 och visade sedan inget större intresse av att komma ner igen. Därmed hamnade den svenska skogsindustrin i en svår kostnadsnackdel på råvarusidan gentemot i första hand nordamerikanska producenter. Detta var så mycket allvarligare som branschens företag har små möjligheter att konkurrera med annat än priset. Höga råvarupriser internationellt slog direkt på lönsamheten och marknadsandelarna. Skogsindustrins kostnadsnackdel förvärrades ytterligare av att den amerikanska dollarn samtidigt deprecierades till ständigt nya bottennoteringar. Dollarkursen gentemot den svenska kronan var 1978/79 ca en tredjedel lägre än kursen 1986.

Skogsindustrin föll också ovanligt mycket för illusionen att det rörde sig om ett tillfälligt konjunkturbakslag och kunde tacklas som ett sådant. Man byggde upp rekordstora lager när efterfrågan vek med hjälp av det statliga lagerstödet – 3–4 gånger så stora som normalt – under den sköva överbrygningspolitikens dagar. Detta gällde i särskilt hög grad massaindustrin. När den väntade konjunkturuppgången uteblev blev dessa lager en allt större belastning för skogsföretagen finansiellt och likviditetsmässigt. Samtidigt förstärktes ef-

terfrågebortfallet av att de svenska tillverkarna av massa försökte hålla priset på avsalumassa kvar på nivåerna från högkonjunkturen. Den politiken hade man drivit med framgång tidigare. Under trycket av lager och svag efterfrågan bröt emellertid den s k massaprisfronten samman. För att lätta på likviditetstrycket blev företagen tvungna att sälja av sina stora lager till förlustpriser.

De finansiella påfrestningarna på skogsindustrin förstärktes också av att många företag gav sig in på omfattande investeringsprogram på basis av prissignaler i högkonjunkturen. Lånefinansierade stora investeringar som inte genererade de beräknade intäkterna blev finansiella bördor, som ytterligare drog ner resultatet i branschen.

Alla dessa negativa faktorer gällde för de skogsföretag som mottog krisstödet till skogsindustrin. Framför allt gick de in i krisen med en svag finansiell bas i form av låg soliditet (figur 15). De båda skogsägarföretagen NCB och Södra Skogsägarna var förhållandevis unga företag som hade vuxit mycket snabbt. Det övergripande målet för deras verksamhet var att stärka de enskilda skogsägarnas ställning gentemot de privata skogsföretagen. Man skulle förenklat kunna säga att det viktigaste målet för hela skogsägarrörelsen var att betala dyrt för skogsråvaran och använda mycket av den. Det innebar uppenbara svårigheter under krisåren då varken ägarstruktur eller företagsfilosofi var väl lämpade att klara krisens omställningskrav (se även Bjuggren, 1988).

Båda företagen expanderade mycket snabbt och med en svag finansiell bas. Soliditeten (den bokföringsmässiga) låg redan före krisen på 25 % och oftast avsevärt lägre. Motsvarande siffra för industrin som helhet var över 35 %. Dessutom saknade skogsägarföretagen de dolda reserver i reelltillgångar som skog och vattenkraft, vilka spelade en viktig roll för skogsindustrins möjligheter att rida ut stormen under andra hälften av 70-talet.

Framför allt NCB expanderade till stor del genom att köpa upp existerande anläggningar eftersom företaget växte inom ramen för den redan utbyggda norrländska skogsindustrin. För Södra gällde att Sydsveriges skogsindustri inte var på långt när lika utbyggd och lämpliga uppköpskandidater saknades. Man uppförde därför också två egna massafabriker som kom att bli konkurrenskraftiga och framgångsrika. NCB blev däremot sittande med betydligt mindre och äldre anläggningar.

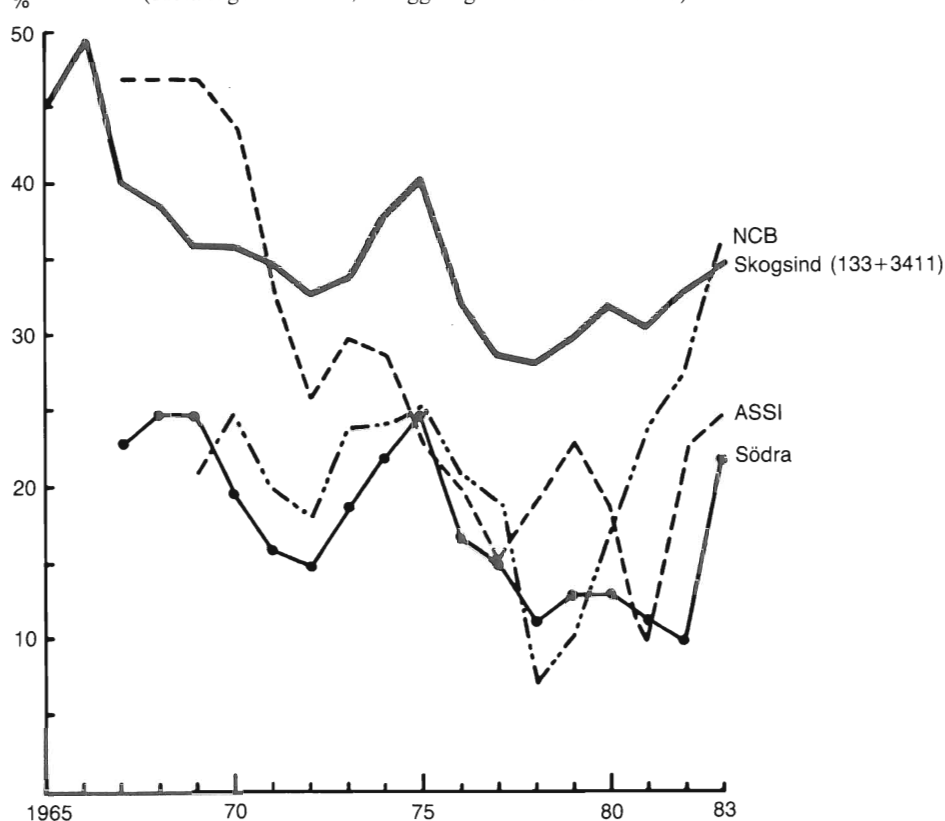
Båda företagen var ovanligt tunga inom avsalumassa och var därför affärsmässiga risker utöver genomsnittet i branschen. Södra var Europas största tillverkare av avsalumassa. Företagen hade under sin korta existens inte förmått bygga upp någon slagkraftig vidareförädling.

I Bjuggren (1986) illustreras hur skogsägarföretagens utsatthet i

Figur 15 Soliditeten i ASSI, NCB, Södra Skogsägarna och i svensk skogsindustri totalt 1965–83

Eget kapital/totalt kapital

(Hela lagerreserven, anläggningar till bokfört värde)



Källor: Företagens årsredovisningar, IUI.

produkt hänseende under 70-talet samverkade med den bakomliggande ägarfilosofin till att ytterligare försvaga företagens finansiella ställning samtidigt som konjunkturen vände nedåt. NBC och Södra genomförde ett stort företagsköp var i ett försök att integrera framåt i mer förädlade produkter. Södra köpte Klippans Finpappersbruk 1976 och NBC köpte Lilla Edet 1977. De privatägda börsnoterade skogsföretagen finansierade som regel större företagsköp under 70-talet genom att betala med nyemitterade aktier i det egna företaget. För Södras och NBCs ägare var det oacceptabelt att sprida ägandet. Inte heller var ägarna beredda till nya tillskott av riskkapital. Därför betalade man med egna medel eller genom att ta upp nya lån. Följden blev att den redan svaga soliditeten urholkades ytterligare. Samma finansiella och ägarmässiga dilemma hamnade ASSI i när man köpte Örebro Pappersbruk 1974.

3 Var det värt pengarna?

3.1 Har stödpolitiken bromsat strukturomvandlingen?

Industriell utveckling kännetecknas av en fortlöpande omvandlingsprocess där resurser flyttas från verksamheter, vars förutsättningar försämrats och som därför stagnerar och krymper, till verksamheter som expanderar. Resurserna omfördelas via signaler från marknaderna, vanligen som förändringar i relativpriser (se Josefsson-Örtengren, 1979). Dessa signaler till de svenska företagen kan till exempel ha sitt ursprung i teknisk utveckling genom att nya produkter, nya produktionsmetoder eller nya organisationsformer/institutioner växer fram. Omvandlingstrycket kan också ha sitt ursprung i förändrade konkurrensförutsättningar på de internationella marknader som mottager mer än 40 % av den svenska industriproduktionen. Förändringarna kan ske genom att handelshinder kommer till eller avvecklas, nya konkurrentländer kommer in på kanske väsentligt lägre kostnadsnivå eller genom att den internationella efterfrågan ändrar inriktning genom exempelvis internationell upprustning eller krig.

Den svenska industristödpolitiken har inneburit betydande ingrepp i denna omvandlingsprocess. Som regel sker omflyttningen av resurser från gamla verksamheten genom att de företag eller produktionsenheter inom vilka verksamheten bedrevs läggs ned och de resurser som varit bundna och som kunde ges alternativ användning frigörs. Under hela efterkrigstiden har det skett en betydande utsortering av gamla verksamheter och arbetsplatser. Antalet arbetsställen i svensk industri har sedan 1955 minskat med omkring 7 000. I denna utsortering sker en betydande "kapitalförstörelse" i den bemärkelsen att anläggningskapital skrotas som i och för sig är intakt i fysisk bemärkelse men förlorat sitt ekonomiska värde.

Med industristödet har man bromsat eller hejdat denna utsorteringsmekanism bland företagen. I stället har man försökt att klara förnyelsen på platsen inom ramen för den existerande organisationen och med det redan tillgängliga kunskapskapitalet. Det har rört sig om tillfälliga insatser av stöd och de uttalade syftena har varit att hindra eller bromsa oacceptabla neddragningar av sysselsättningen inom företag, inom en bransch eller inom en region och/eller underlätta omstrukturering av företag eller branscher för att uppnå långsiktig lönsamhet.

De gamla krisföretagen kan emellertid inte påräkna mer stöd, om vi skall tro på politikernas samstämmiga deklARATIONER. Stödet till Volvo och Saab i samband med Uddevallavarvets och Kockums nedläggning pekar i samma riktning. Det skulle innebära att den

stora industristödsepoken är avslutad och vi kan ge oss in på en sammanfattande diskussion av krisstödet.

3.2 Industristöd och avkastningskrav

Det har hävdats att ett skäl till att staten gått in som ägare i företag på det sätt som skett i krisföretagen är att de privata ägarna inte kan eller vågar skjuta till det kapital som behövs för att i ordnade former omstrukturera företag i kris och lägga grunden till långsiktig lönsamhet. I detta resonemang ligger en föreställning att krisföretagen och det stöd som gavs till dem egentligen var företagsekonomiskt sunda företagsformer. Efter en rekonstruktion skulle de kunna vara långsiktigt lönsamma. Statens utövande av ägarrollen kan då ställas mot de avkastningskrav som ägarna i en marknadsekonomi och kapitalmarknaden ställer upp och som skall styra kapitalet mot de effektivaste användningsområdena.

Hela industristödet kan dock inte ses som en investering från statens sida. En del kan ses som pengar som staten hade fått betala ut under alla omständigheter om företagen hade gått i konkurs och staten hade tagit hand om de friställda genom de normala kanalerna, dvs genom arbetsmarknadspolitik och genom arbetslöshetsunderstöd. I tabell 3 görs ett försök att klara ut hur mycket av industristödet som kan sägas utgöra ersättning för arbetsmarknadspolitiska syften och hur mycket som kan ses som en investering och som skall kunna bedömas utifrån marknadsmässiga avkastningskrav. Det är klart att en exakt gränsdragning blir svår att göra.

En faktor som påverkar de arbetsmarknadspolitiska omställningskostnaderna är arbetskraftens sammansättning i de företag som läggs ned. Äldre arbetare, utbildad arbetskraft och kvinnor tillhör kategorier som drabbas hårdare av arbetslöshet än andra. I krisföretagen gällde det emellertid utbildad arbetskraft och typiska mansdominerade yrken. Dessa faktorer talar för att det skulle ha gått förhållandevis lättare för de friställda i krisföretagen att finna nya jobb. Erfarenheterna från nedläggningen av Öresundsvarvet pekar också i denna riktning.

För det andra beror omställningsproblemen i hög grad på hur den regionala arbetsmarknaden kring det nedlagda företaget ser ut. I detta avseende är krisföretagens anställda på många håll mer utsatta än riksgenomsnittet. För LKABs anställda finns det sannolikt små möjligheter att finna nya jobb i närheten av malmfälten. Bilden är dock långtifrån entydig eftersom det största industristödet har gått till varvsindustrin, som i flera fall är lokaliserad till, eller i anslutning till stora och förhållandevis dynamiska arbetsmarknader.

Tabell 3 Krisstöd^a och avkastningskrav i de 6 krisföretagen 1976–84
Miljoner kronor, 1984 års priser

	Svenska Varv	SSAB	LKAB	ASSI	NCB	Södra
1. Erhållet krisstöd, totalt	20 300	12 946	7 544	4 861	2 170	815
2. Kostnader för normala arbetsmarknadsinsatser	1 382– 2 303	1 103– 1 839	364– 607	623– 1 038	334– 556	424– 707
3. Krisstödet investeringsinnehåll	18 918– 17 997	11 843– 11 107	7 180– 6 937	4 246– 3 831	1 836– 1 614	391– 108
4. Avkastningskrav (1984 års priser)	2 300– 2 210	1 454– 1 364	882– 852	521– 470	225– 198	48– 13
5. Vinst efter finansiellt netto 1984	(–1 000)	550	(700)	645	340	1 111

^a Se tabell 1.

Kommentar:

Rad 1: Det krisstöd företagen fått 1976–84 enligt tabell 2.

Rad 2: Beräknade kostnader för staten om företagen hade tillåtits gå i konkurs utan industristöd. Sysselsättning 1983 i företagen enligt årsredovisning gånger arbetslöshetsunderstöd (300:-/dag) under ett år alternativt arbetslöshetsunderstöd 1/2 år + AMU 1/2 år.

Rad 3: Rad 1 – rad 2.

Rad 4: Rad 3 x 1984 års ränta på statsobligationer.

Den årliga avkastning (i 1984 års priser) som staten skulle ha haft på krisstödet investeringsbit om man räknat med 1984 års räntesats på statsobligationer.

Rad 5: Krisföretagens faktiska resultat år 1984 efter finansiellt netto.

I tabell 3, rad 2, anges den beräknade genomsnittliga kostnaden för att hantera krisföretagens omställningsproblem med hjälp av normala arbetsmarknadspolitiska instrument utifrån två alternativ. I det ena fallet antas att samtliga sysselsatta i krisföretagen i genomsnitt hade fått vara arbetslösa och i arbetsmarknadspolitiska åtgärder under ett år efter nedläggningen. Det är en förhållandevis lång period efter svenska förhållanden. Den nedre siffran anger den maximala arbetslöshetsersättningen i 1984 års priser multiplicerad med antalet anställda i krisföretagen under 1984. De som förlorat sina jobb under åren före har antagits ha dragit samma belopp i omställningskostnad. Den högre siffran anger i stället ett typfall där den friställda varit arbetslös under ett halvår och fått arbetsmarknadsutbildning under andra halvan av året.

Om dessa beräknade kostnader för samhället att ta hand om krisföretagens anställda genom de reguljära kanalerna dras ifrån det industristöd som krisföretagen har fått, erhålles beloppen i rad 3 i ta-

bell 3. Det är den del av industristödet som kan ses som en investering och som kan bedömas utifrån ett marknadsmässigt avkastningskrav.

Vilket avkastningskrav skall då sättas dessa pengar? År 1984 hade ägaren/staten en inlåningsränta på statsobligationer om 12,3 %, dvs marknadränta. Det innebär att staten i dagsläget bör kräva åtminstone samma avkastning på sitt satsade kapital. Om vi omräknar det stöd som gått till krisföretagen till 1984 års priser, antar vi att staten på dessa pengar hade fått en avkastning i nivå med inflationen, dvs ingen positiv realränta.

Det innebär att krisföretagen i dag sammanlagt har fått ett ägar-tillskott att förränta på 48,6 mrd kr i 1984 års penningvärde. Med marknadränta som avkastningskrav borde då krisföretagen lämna 6 mrd kr i vinst. Detta skall ställas mot att de under 1984 uppvisade en sammanlagd vinst på 2,2 mrd kr, dvs långt under avkastningskraven. År 1985 sjönk vinsten till 1,8 mrd kr och under 1986 ytterligare.

Mellan de olika krisföretagen har det emellertid förelegat betydande skillnader från år till år och mellan olika företag, från å ena sidan det djupt olönsamma Svenska Varv (-1 000 MSEK 1984) till det under högkonjunkturåret 1984 mycket lönsamma Södra Skogsägarna (+1 100 MSEK). Även om de statliga satsningarna i "portföljen" av krisföretag var en mycket dålig affär ur företagsekonomisk synvinkel, kan vissa av krisföretagen kanske så småningom lämna marknadsmässig avkastning.

När det gäller Svenska Varv skulle man långsiktigt behöva visa en vinst på ca 2,3 mrd SEK i 1984 års penningvärde, vilket man uppenbarligen inte har en chans att komma i närheten av. För SSABs del skulle marknadsmässig avkastning innebära en årlig vinstnivå över konjunkturcykeln på närmare 1,5 mrd SEK i 1984 års priser. Inte heller detta är rimligt att tro att företaget skall klara. Högkonjunkturåret 1984 hamnade vinsten på 565 MSEK. 1985 föll den till 205 MSEK och 1986 stannade den vid 245 MSEK. LKAB nådde 1984 inte upp till det framräknade avkastningskravet. Vinsten stannade vid 700 MSEK medan den borde ligga över 800 MSEK i medeltal över konjunkturcykeln. Under 1985 lyckades den ta sig över strecket med 833 MSEK för att 1986 halka ner till 452 MSEK, dvs långt under "vinstkravet". USA-dollarns nedgång torde sänka vinsten väsentligt.

När det däremot gäller stödmottagarna bland skogsindustriföretagen är bilden lite splittrad. De överträffade år 1984 samtliga avkastningskravet så som det är framräknat, Södra Skogsägarna rentav med mycket god marginal. Därefter har vinsterna fallit långt under avkastningskravet över konjunkturcykeln. År 1986 låg vinsterna på 115 MSEK i NCB, 131 MSEK i Södra och 234 i ASSI.

I fallet Södra Skogsägarna har statens ägarengagemang avslutats

i och med att Södra Skogsägarna ekonomisk förening använde sig av sin rätt att lösa tillbaka statens ägarandel vid årsskiftet 1984/85. Statens ägarandel värderades till 750 MSEK, vilket från statens sida sågs som ett alltför lågt pris. Ser man emellertid till hur börser ur risksynpunkt värderade ett någorlunda jämförbart skogsindustriföretag som MoDo är det tveksamt om man kan säga att priset var för lågt. MoDo värderades i slutet av 1984 till drygt två gånger vinsten under året. Översatt till Södra skulle det motsvara drygt 900 MSEK för statens ägarandel. Södra måste dock med sin ensidiga satsning på avsalumassa bedömas vara en större affärsrisk än MoDo, varför det pris som staten fick ut för sin andel inte kan sägas ha varit oskäligt lågt. Däremot kan man sätta ett stort frågetecken för det pris på 500 MSEK som staten betalade för den 40-procentiga andelen i ett konkursfärdigt företag år 1979.

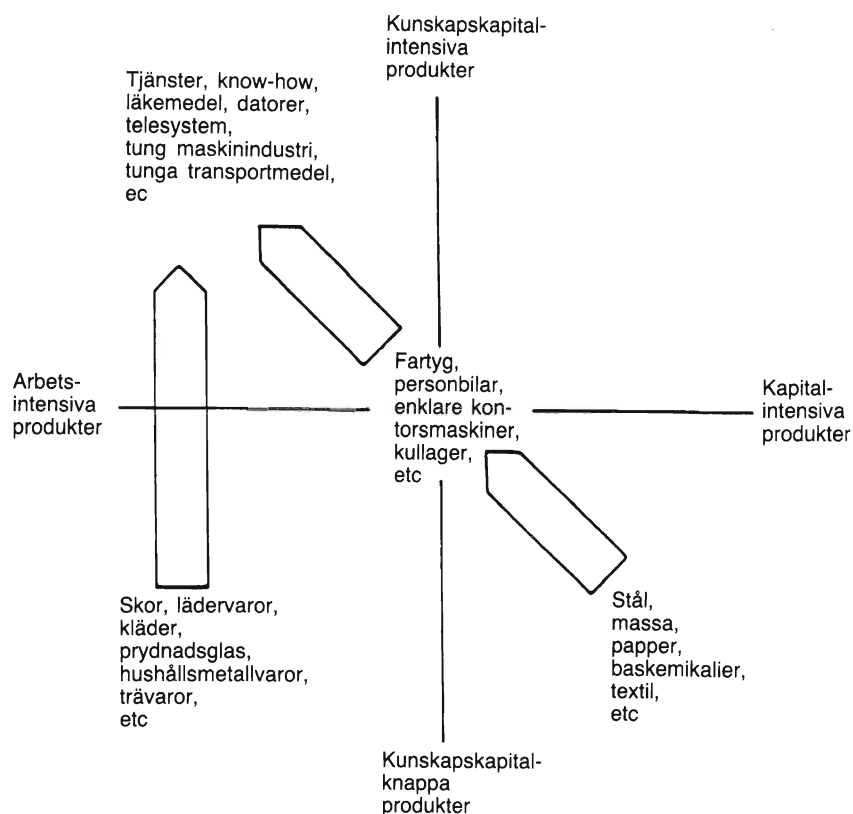
3.3 Industristöd och långsiktig överlevnad

Industristödet hade två huvudsyften. För det första skulle staten fungera som bank i ett läge där kapitalmarknaden inte ansågs räcka till för att förse krisföretagen med kapital för en långsiktig omstrukturering. Detta antyder att man uppfattade industristödet som en företagsekonomiskt sund investering. Den kalkyl som genomförts ovan pekar på att detta inte var korrekt.

Det andra syftet var att skapa en tryggad sysselsättning åt de människor som jobbade i krisföretagen. Även om krisföretagen inte kan förväntas klara en marknadsmässig avkastning på det ägartillskott som industristödet representerar, så har de flesta av dem haft en starkt positiv resultatutveckling under de senaste åren. Med undantag för Svenska Varv går samtliga med vinst för närvarande. Det väcker frågan hur pass stabil återhämtningen är. Låt oss se industristödet som "sunk costs". Kan krisföretagen från och med nu förväntas klara sig på egna ben utan nya tillskott från statens/ägarens sida? I så fall skulle man kunna hävda att industristödet, låt vara till en mycket hög kostnad, lyckats klara de sysselsättningspolitiska målen, som trots allt spelade den viktigaste rollen i spelet kring industristödet.

Sysselsättningen i krisföretagen har för det första minskat kraftigt trots industristödet. År 1976 fanns i de sex företag som vi i huvudsak diskuterar i denna uppsats sammanlagt 81 000 anställda. År 1983 hade antalet minskat till 56 000. Nedgången på 31 % är större än i industrin i genomsnitt, men i stort sett lika stor – procentuellt sett – som sysselsättningsneddragningen i textilindustrin under samma tid. Jordbrukets sysselsättning minskade med 15 %. Frågan är om

Figur 16 Från maskinkapital till kunskapskapital – drag i specialiseringsutvecklingen för produkter med olika teknologi



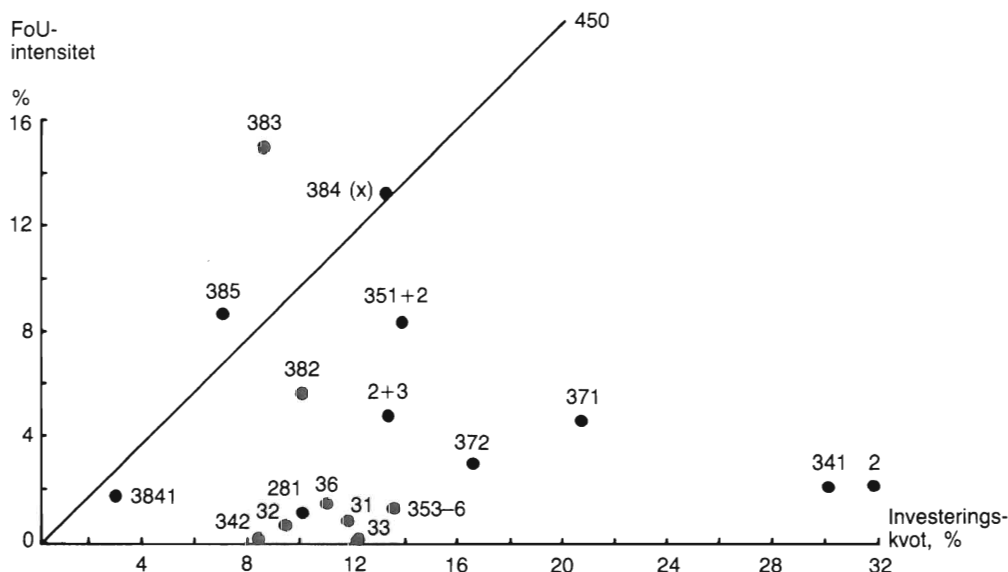
Källa: Ohlsson (1979).

denna sysselsättning kan försvaras i framtiden eller om gårdagens krisföretag också är morgondagens.

I det mer långsiktiga perspektivet är en första fråga hur de verksamheter som bedrivs i de krisdrabbade företagen rimmar med den långsiktiga omvandlingen av svensk industri. I figur 16 ovan återges en principskiss över hur den industriella omvandlingens huvudriktning har gått från branscher med hög andel materiellt kapital i produktionen och förhållandevis mindre andel kunskapskapital i riktning mot branscher där kunskapskapitalet spelar en allt större roll för den långsiktiga konkurrenskraften. Samtliga krisföretag ägnar sig åt verksamheter som hamnar i, eller i närheten av, den nedre högra kvadranten, dvs bland de mindre avancerade produktområdena.

En indikator på kunskapsuppbyggande i industriföretagen är de resurser som satsas på forskning och utvecklingsverksamhet (FoU).

Figur 17 FoU-intensitet och investeringskvot 1981-83



Källa: IUI.

I figur 17 redovisas hur industribranscherna fördelar sig dels med avseende på den traditionella investeringskvoten (materiella investeringar/förädlingsarbete), dels med avseende på FoU-intensitet (FoU-investeringar/förädlingsvärde). De branscher inom vilka krisföretagen återfinns har samtliga betydligt lägre FoU-intensitet än industrigenomsnittet. Å andra sidan var samtliga, med undantag av varven, kapitalintensiva i den traditionella bemärkelsen. Under första hälften av 70-talet, innan botten gick ur de svenska varvens marknad, hörde också denna bransch till den mer investeringstunga delen av svensk industri.

En principskiss som figur 16 får naturligtvis inte hårdras på sitt innehåll. Det finns alltid företag som klarar sig också i de litet "enkla" produktområdena och det kommer att finnas gott om exempel på företag som går omkull också i de mer avancerade produktområdena. Ett exempel på den senare kategorin kan Data Saab sägas vara. Tillgången på skog kan också ge den svenska skogsindustrin en konkurrensfördel som inom överskådlig tid kommer att vara avgörande för branschens överlevnad.

Sammantaget kan dock sägas att det statliga industristödet har inneburit en styrning av resurser i samhället mot verksamheter som ligger vid sidan av den långsiktiga omvandlingen av industrin och till företag som av olika anledningar inte klarat av omställningsproble-

matiken. En fråga som är värd att ställa är om man därmed har undandragit resurser från företag som skulle kunnat ha använt dem bättre.

3.4 Har stödpolitiken hämmat tillväxten i övriga delar av industrin?

Analysen hittills har visat att industristödet var ett företagsekonomiskt slöseri. Frågan är hur dessa mikroekonomiska effekter länkats upp till makro-nivån. Vi har konstaterat att det inte bara var den krisdrabbade industrin i Sverige som hade problem med tillväxten under andra hälften av 70-talet. Trots att den friska industrins lönsamhet inte sänktes nämnvärt under krisåren så slutade den friska industrins produktion att växa. Den växte inte bara långsammare än den samlade industriproduktionen i OECD som helhet utan också långsammare än OECD-Europa. Det förefaller med andra ord som om förutsättningarna för industriell tillväxt var särskilt dåliga i Sverige under de här åren. Den slutsatsen styrks av utvecklingen i de svenska multinationella storföretagen. De uppvisar samma "splitt" mellan sina svenska och utländska delar – stagnation i Sverige och fortsatt expansion utomlands.

Vilken roll, om någon, har industristödet spelat för denna svaga utveckling? Kan vi kvantifiera de makroekonomiska effekterna av industristödpolitiken och vad som hade hänt om stödpengarna hade använts på något annat sätt? Bland de frågor som man skulle vilja ha svar på finns de följande:

- Kostnadskrisen i den svenska ekonomin spelade en viktig roll för den industriella stagnationen. Drev stödpolitiken upp lönerna i industrin totalt sett och därigenom hindrade en nödvändig anpassning av det svenska kostnadsläget?
- Låste stödet in yrkesutbildad arbetskraft i krisföretagen och bromsade expansionen i livskraftiga företag?
- Industristödet spädde på budgetunderskottet. Har detta bidragit till den för industriell verksamhet ogynnsamma relationen mellan avkastningen på finansiella placeringar och industriinvesteringar? Hur har det påverkat industrins investeringsvilja?

Hur konstigt det än låter saknar vi bra metoder att besvara dessa frågor eller för den delen att överhuvudtaget kvantitativt utvärdera dynamiken bakom resursallokeringen i en marknadsekonomi, vad det kostar att försämra dess effektivitet eller vad man vinner på att förbättra den. Den företagsbaserade makro-modell som tagits fram vid IUI har använts för att simulera frågeställningar av den här typen för den svenska ekonomin. I Carlsson-Bergholm-Lindberg

(1981) ställdes frågan vad som hade hänt om stödpengarna (allt annat lika) hade använts på ett annat sätt, till exempel till att stödja de företag som visat snabbast exporttillväxt eller till att ge en allmän subvention till företagen genom en sänkning av arbetsgivaravgiften. I båda fallen blir det långsiktiga tillväxtresultatet betydligt bättre än om pengarna gavs till krisföretagen. Till att börja med skulle det dock ha skett en kraftig nedgång i sysselsättning, produktion och export i och med att krisföretagen sållades ut. Dessa negativa initialeffekter försvann dock efter 2–3 år och på längre sikt uppnåddes en betydligt högre reallöne-nivå än i subventionsfallet. Föga överraskande skulle det bästa utfallet ha erhållits om man hade subventionerat de mest lönsamma företagen, dvs kunnat identifiera vinnarna.

Eliasson-Lindberg (1981) undersökte också frågeställningar som är relevanta för industristödsproblematiken, dvs att företag får medel att bedriva vidare verksamhet som det inte längre finns marknadsekonomiska förutsättningar för. Det som de studerade med hjälp av samma företagsbaserade makro-modell var bolagsskattens inlåsnings effekter. De svenska bolagsskatterna är utformade så att vinstrika företag skall plöja ned sina vinster i företagen i stället för att ta fram dem för skatt och utdelning. Simuleringarna visade att detta var tillväxtfrämjande så länge förutsättningarna för företagets verksamhet inte ändrades, dvs så länge konkurrenssituation och relativpriser på världsmarknaden inte ändrades. Om grunden för verksamheten rycktes undan betydde i stället bolagsskattens utformning att gårdagens företag hade gott om goda pengar att kasta efter de dåliga.

Detta är det klassiska argumentet mot bolagsskatten. Något mer speciellt för just 70-talets krisår var att simuleringarna kom fram till det i och för sig ganska självklara resultatet att det hade varit bäst om man hade kunnat revalvera bort basindustrins extrema vinstuppgång 1973/74, så att denna industri inte hade kunnat genomföra sina investeringsplaner. Intressantare var emellertid att den stora kostnaden för samhället inte var kostnaden för en misslyckad investering i sig, förutsatt att den lades ned. Vad som kostade i termer av produktionsbortfall och förlorad reallönetillväxt var i stället att driva anläggningen vidare. Dessutom stödde Eliasson-Lindbergs simuleringsexperiment den betydligt allvarligare och inte lika allmänt omfattade synen att stödpolitiken hade effekter långt utanför det enskilda stödföretaget genom att påverka faktorprisbildningen, dvs i första hand priset på arbetskraft och genom inlåsnings effekter på arbetskraft och kapital. Genom dessa effekter höll industristödet också tillbaka tillväxten i den potentiellt expansiva delen av industrin.

3.5 Krisföretagen och kommande konjunktursvackor

Flertalet av krisföretagen har under de senaste åren uppvisat en väcker vinstutveckling. De strukturprogram som genomförts i krisföretagen har bidragit till att höja effektiviteten och skära bort hopplösa delar. De stora stödinsatserna 1982/83 gjorde det möjligt för de flesta av dem att sanera balansräkningens skuldsida och på det sättet få ner räntebördan. Finansiellt stod företagen starka efter denna sanering. Krisföretagen har också dragit fördel av den allmänt positiva synen på företagets vinster som präglat svensk ekonomisk politik under de senaste åren.

Till detta kommer faktorer som är mer kortsiktiga till sin karaktär. Dit hör devalveringarna 1981 och 1982 samt dollarkursens uppgång, bägge faktorer som speciellt gynnar basindustrin. Konjunkturuppgången i Sverige de senaste åren tillhör också de positiva inslagen. Effekterna av dessa mer kortsiktiga faktorer håller emellertid på att försvagas. Dollarn har fallit. Inflationen i Sverige fortsätter att ligga avsevärt över den i konkurrentländerna och vi kan inte vänta oss en produktivitet utveckling som kan hindra den från att slå igenom med full kraft i produktionskostnaderna. Tillgängliga tecken tyder också på att exportkonjunkturen håller på att vända för basindustrierna till vilka krisföretagen i allmänhet hör.

Till detta skall läggas faktorer som är mer specifika för de olika krisföretagen. Låt oss ta dem var för sig.

Varvsindustrin fortsätter att vara det stora sorgebarnet. Stor förlust 1984, avveckling av Uddevallavarvet och Kockums innebär att det traditionella skeppsbyggandet i Sverige i stort sett kommer att upphöra om några år. Svenska Varvs satsning på off-shore-verksamhet visade svag lönsamhet och svårigheter redan före den stora nedgången i oljepriserna under 1986. Det beror inte på att Götaverken-Arendal misslyckats i sin omstrukturering i tekniskt avseende utan på grund av att man gett sig på en marknad som blivit alltmer protektionistisk. Möjligen kan man säga att protektionistisk har den alltid varit och att det därför var ett stort risktagande att överhuvudtaget ge sig in på den.

LKABs framtid är också oklar trots goda vinster de senaste åren. Man har efter många försök fått till ett nytt avtal med SJ om fraktkostnaderna. Det ledde till en engångsförbättring av transportkostnaden på mellan 300 och 400 MSEK. Men företagets fasta kostnader är utomordentligt stora och även mindre förskjutningar i pris och volym slår snabbt igenom på vinsten. 1984 beräknades att en pris-sänkning på 10 % skulle försämra resultatet med 250 MSEK och en dollarnedgång skulle få liknande effekter. Under flera år har nettot av prisutveckling och dollaruppgång varit gynnsamt för LKAB men

bilden kan snabbt ändras. Kapacitetsutbyggnaden fortsätter i andra delar av världen. I LKABs årsredovisning för 1983 skrivs att "hela världen håller andan inför den dag någon gång under andra hälften av 80-talet då den väldiga Carajas-gruvan i Brasilien skall ut med sin malm". Till LKABs bekymmer skall läggas att man snart måste ta upp en ny huvudnivå på 1 000 meters djup. Det rör sig om en investering på 1,5 mrd SEK i 1984 års priser.

Svenskt Stål AB (SSAB) har bl a använt stödpengarna till att stärka sin ställning på den svenska marknaden genom att t ex köpa in sig i grossistledet. Verksamheten i Sverige ger dock ännu så länge ingen märkvärdig avkastning. Ett område där man tjänade pengar har varit ämnesexporten till USA. Med dollarnedgången minskar SSABs export till den amerikanska marknaden.

Skogsföretagen visar upp en mer oklar bild. De påverkas å ena sidan snabbt av förändringar i dollarkurs och pris. Om den amerikanska marknaden skulle försvagas och konkurrensen skärpas på den europeiska marknaden kan ett nytt kristillstånd snabbt uppstå. Å andra sidan avsätter de svenska skogsföretagen sin produktion framför allt i Västeuropa och om efterfrågan där skjuter fart vinner de fördelar. De allmänna förutsättningarna för de svenska skogsföretagen allmänt bedöms dock som förhållandevis ljusa vad gäller virkessituation och konkurrenskraft. För de forna krisföretagen gäller dock att de är mer utsatta för svängningar i efterfrågan än svensk skogsindustri i allmänhet. För Södra, ASSI och NCB var vinstnedgången såväl 1985 som 1986 större procentuellt än för skogsindustrin totalt. Ett företag som Södra kan sägas vara tillbaka i situationen före krisåren. Företaget har renodlat sin roll som Europas största producent av avsalumassa med allt vad det innebär i fråga om svängningar i efterfrågan och vinster. Produktionsapparaten är dock mycket modern och 1984 var företaget ett av Sveriges mest lönsamma. För att klara svängningarna i resultatet krävs dock att de finansiella buffertarna byggs upp ytterligare. Erfarenheten från 70-talet var att skogsägarna inte var beredda att lägga upp sin finansiella planering på det sättet. Frågan är om man har lärt sig läxan från krisåren.

Totalbilden av krisföretagens förutsättningar att klara en lågkonjunktur blir därför splittrad, framför allt om konjunktursvackan skulle bli djup. Utsikterna för varvsindustrin är oförändrat dystra. För LKAB kommer det stora testet troligen att komma först bortom nästa lågkonjunktur men företagets möjligheter att på egen hand och utan nya ägartillskott klara sina investeringsbehov förefaller tveksamma. SSAB står inte och faller med USA-marknaden men kommer att visa svag lönsamhet i det medellånga perspektiv som vi här i första hand är intresserade av. Bland 70-talets krisföretag förefaller skogsföretagen ha de bästa möjligheterna att klara sig

helskinnade genom en konjunktursvacka, men även där förefaller ASSIs bas vara bräcklig.

4 Vilka alternativ har funnits?

Av det som sagts ovan framgår att industristödet som det kom att utformas under andra hälften av 70-talet inte kan sägas ha varit en effektiv resursanvändning i ekonomin. Man har inte fått de livskraftiga företag man räknat med. Frågan är emellertid vilka alternativ som finns till krispolitik. Här skall jag ta upp ett par exempel på andra lösningar.

4.1 Landskrona-modellen

Ett första sådant alternativ utgör Landskrona-modellen, dvs nedläggningen av Öresundsvarvet 1981–83.

I mitten av 60-talet bestämde man sig för att satsa på produktion av stora tank- och bulkfartyg vid Öresundsvarvet från att tidigare ha producerat specialfartyg. Med varvskrisen försvann förutsättningarna för varvets verksamhet på lång sikt. Vägen fram till det definitiva nedläggningsbeslutet 1981 var emellertid kantad av olika politiska turer. När Svenska Varv bildades 1977 tog man fram en första strukturplan där det föreslogs att Öresundsvarvet skulle ombildas till tung verkstadsindustri och i en andra strukturplan föreslogs det att det skulle läggas ned. Med hjälp av två revolterande riksdagsmän från Landskrona-området genomdrev socialdemokraterna att varvet inte skulle läggas ned. Man skulle pröva en gradvis reduktion av personalstyrkan på basis av en strukturplan som tagits fram vid Öresundsvarvet. Det visade sig snabbt att den planen inte gick att genomföra på grund av det från början omöjliga utförsläget. Till slut beslöts det att varvet ändå skulle läggas ned och då fick Svenska Varv sammanlagt 1 104 Mkr i stöd från staten i detta syfte. En tredjedel av detta skulle användas till att täcka förluster från 1980, en tiondel, dvs 110 Mkr, skulle användas för att utveckla nya produkter som kunde ge arbete åt dem som skulle bli arbetslösa och resterande, drygt 50 %, skulle användas för avvecklingen.

Vid Öresundsvarvet fanns vid nedläggningsbeslutet 2 300 anställda. I januari 1984 hade 69 % av dessa placerats i arbete. 16 % befann sig i olika arbetsmarknadspolitiska åtgärder och nästan 14 % var arbetslösa men av dessa hade 11,5 % s k ”särskild överenskommelse”, dvs närmast att jämföras med förtidspension.

Avvecklingen av Öresundsvarvet var när den genomfördes den dittills mest omfattande företagsnedläggningen i Sverige. Varvets svårigheter hade varit kända länge och lokalt hade man gjort flera försök att hitta alternativa produktionsområden. Betecknande är dock att det var först när själva krisituationen och nedläggningsbeslutet kom som utvecklingsarbetet ledde till konkreta resultat.

Vid nedläggningen användes främst den traditionella arbetsmarknadspolitiska arsenalen av instrument. Därutöver förekom emellertid också intressant nytänkande i omställningsarbetet. Det bedöms att det aktiva näringspolitiska arbetet i kommunen ledde till att omkring 900 nya arbetstillfällen skapades i Landskrona. Av de mer okonventionella instrumenten tilldrog sig framför allt utvecklingsbolaget Landskrona Finans uppmärksamhet.

Regionala utvecklingsbolag var inte någon ny företeelse utan hade förekommit vid flera tillfällen sedan 70-talet. Dessa utvecklingsbolag hade inneburit en blandning av ägande och inflytande från staten, fackliga organisationer, utvecklingsfonder, landsting, kommuner, banker samt statliga och privata företag. Erfarenheten av de regionala utvecklingsbolagen hade inte varit särskilt goda. De kom att bli ett slags instrument för krisstöd på regional nivå. Kortsiktiga sysselsättningsmål prioriterades i verksamheten. Målkonflikten mellan lönsamhet och sysselsättning kom att blockera verksamheten i dem och de har kommit att fylla en roll som sysselsättningsbevarare. När pengarna tog slut vände man sig till staten med begäran om nya medel (Henning, 1983).

Bland de regionala utvecklingsbolagen utgjorde Landskrona Finans ett undantag. Framför allt valde företaget att agera på kommersiell basis på ett helt annat sätt. Basen för Landskrona Finans var ett anslag om 100 Mkr av de medel som avsatts för varvets avveckling. Dessutom skulle Landskrona Finans få disponera Öresundsvarvets anläggningar. I företaget gavs privata intressenter ett avgörande inflytande. Det var också ett villkor för att man från näringslivets sida skulle ställa upp på det sätt som gjordes.

Syftet med utvecklingsbolaget var att stödja, stimulera och skapa lönsam och varaktig sysselsättning. Tre begränsningar fanns: Landskrona Finans skulle inte få verka utanför Landskrona och Svalöv, det skulle inte få bygga båtar och inte ge bidrag. I övrigt skulle man agera på kommersiell basis med det förbehållet att man också skulle kunna gå in i mycket mer riskfyllda projekt. I linje därmed så föreföll företagsledningen helt ha vägrat att acceptera sysselsättningsmålet.

4.2 Svenska Handelsbanken och saneringen av Fagersta-koncernen

Ett andra alternativ hämtar jag från mellankrigstiden. Strukturkrisen på 70-talet var inte första gången som svensk industri drabbades av svåra strukturella omställningsproblem. Vid deflationskrisen 1921–22 var antalet företag i kris betydligt större än det var under andra hälften av 70-talet. Rollen som buffert spelades den gången av affärsbankerna och hur de hanterade krisproblemen kan ställas i kontrast mot hur staten agerat under andra hälften av 70-talet.

Deflationskrisen 1921–22 innebar att antalet företag som ägdes eller var beroende av affärsbankerna ökade dramatiskt. År 1918 gick 16 % av bankernas utlåning till storföretag men bara 3,5 % till en kategori "bankberoende" företag. Bankernas utlåning till bankägda företag utgjorde bara 22 % av utlåningen till storbolag överhuvudtaget. Tre år senare hade en dramatisk scenförändring ägt rum. 28 % av bankutlåningen gick 1921 till storbolag men av den här siffran gick 62 % till de bankberoende företagen, eller 17 % av hela utlåningen. Dessa siffror är en klar indikation på hur djupt affärsbankerna kom att engagera sig i finansiella räddningsuppdrag och rekonstruktioner. I det längre perspektivet innebar den här utvecklingen också ett bestående skift i bankkrediternas inriktning på bankernas egen sfär av storföretag. Allteftersom bankföretagen blev finansiellt stabilare och självfinansieringen ökade, minskade deras andel av affärsbankernas totala utlåning. Den gick i stället i allt högre grad till bostadssektorn, men av just affärsbankernas utlåning till storbolag gick en oförändrat hög andel till företagen inom den egna banksfären.

Den finansiella saneringen av krisföretagen fortsatte under hela 20-talet. Fordringar avskrevs. Vidare konverterades fordringar till aktier och för det tredje avlöstes bankskulderna med obligationslån. Först mot slutet av 20-talet hade företag och banker skaffat sig så mycket finansiellt svängrum att man kunde börja betala tillbaka som ett led i en frivillig konsolidering och inte som en nödtvungen process.

Här skall redogöras för Svenska Handelsbankens engagemang i Fagerstakoncernen och hur man över en period om ungefär 15 år kom att engagera sig kraftigt med olika finansiella stödoperationer och hur man så småningom lyckades vända denna affär till en företagsekonomiskt sund affär. Svenska Handelsbanken hade under 20-talet ungefär samma utveckling som affärsbanksrörelsen i stort i Sverige.

Läget för den svenska stålindustrin förblev svårt under hela 20-talet med fortsatta stora förluster. Utgångspunkten för Svenska Handelsbankens engagemang var Fagersta Bruks fortlevnad och

den frågan kom så småningom att inrangeras i ett större omvandlingsproblem. Till att börja med var det i första hand en fråga om att slå samman flera finansiellt svaga bruk snarare än att uppnå konkurrenskraftiga enheter. Handelsbanken hade ovanligt många svaga bruk i sin portfölj. Dit hörde Fagersta, Gimo, Österby och kanske framför allt Horndal. Handelsbanken ordnade en fusion mellan krisbruken inom sin intressesfär, dvs Fagersta, Kloster, Horndal och Gimo-Österby.

År 1929 hade Handelsbanken sammanfört sina bruk till Fagerstakoncernen och i den ingick då också Forsbacka. Dittills hade finansiella motiv dikterat lösningarna, nu skulle också en omvandling ske av Fagerstakoncernen till en konkurrenskraftig enhet. Problemet var att depressionen 1931 kom emellan och en ny finansiell rekonstruktion måste genomföras. Man hade emellertid den gången en betydligt starkare tro på framtiden än efter deflationskrisen och med konjunkturuppgången på 30-talet infriades dessa förhoppningar.

Ett saneringsprogram uppställdes och 1933 genomfördes en rekonstruktion med utgångspunkt från detta. Man skrev ned tillgångarna, sålde av skog, kraftverk och Forsbackas aktier i Krångede. I efterhand kan man säga att de priser man fick för dessa tillgångar var låga.

Sammanfattningsvis kan sägas att Svenska Handelsbanken räddade Fagerstakoncernen genom att hålla den under armarna finansiellt under de svåra åren och investera i väntan på högkonjunkturen på 30-talet. Sammanlagt investerades i Fagersta mellan 1927 och 1933 10 Mkr och trots att företaget egentligen var bankruttmässigt moderniserades produktionsapparaten så att den var konkurrenskraftig under 30-talets högkonjunktur. Den princip som slogs fast var självfinansiering vilket till en början innebar en mycket snäv ram för investeringsprogrammet. Ramen vidgades allteftersom tiderna blev bättre och de finansiella flödena förbättrades. Endast ett fåtal enheter lades ned inom koncernen. Från början hade det tänkts att såväl Forsbacka som Horndal skulle läggas ned men utvecklingen vid dessa bruk blev så pass gynnsam att man inte behövde genomföra planerna.

I början av sitt engagemang i Fagersta hade Handelsbanken haft en mycket optimistisk syn på brukens snabba återhämtning. Efter hand som det visade sig att problemen var av betydligt mer långsiktig karaktär kom politiken att mera präglas av seghet och uthållighet och syftet var inte längre att få del i en strålande vinstkonjunktur utan att steg för steg rädda så mycket som möjligt av det kapital som satsats. Det lyckades man också i ett längre perspektiv utmärkt med. Efter saneringen i början av 30-talet kunde företaget regelbundet betala räntor samt också ge en alltmer betydande vinst. År

1937 började Svenska Handelsbanken avveckla sina direkta ägarintressen. Man konverterade fordringar till aktier och man började lyfta utdelningen på aktierna. Det hade inte skett sedan 1926. 1942 genomfördes en fondemission och året därpå bildades Industrivärlden som fick ta över 50 % av Fagerstas aktier. Av resten såldes en del på börsen 1943 och vad som återstod 1946. Enligt en beräkning som gjordes inom banken så motsvarade de pengar man fick ut för aktierna gott och väl de kapitalbelopp som man hade skjutit till i form av avskrivningar och konverterade fordringar. Utdelningen som man hade lyft täckte också en skälig ränta på kapitalet (Hildebrand, 1971, s 267). Efter närmare 20 år hade således Fagersta-affären blivit en lönsam affär för Svenska Handelsbanken.

5 Staten som ägare – en sammanfattning

Krisföretagen var storföretag med flera tusen anställda vid sina produktionsenheter. Det innebar att demonstrationseffekten av en stödinsats var betydande, eller för den delen också av en utebliven stödinsats. Det faktum att de flesta stödföretagen, men långt ifrån alla, fanns i regioner som redan hade svaga och odiversifierade arbetsmarknader, underströk detta ytterligare. Företagen var som regel gamla och väletablerade med förhållandevis högt utbildade anställda, vars opinionsmässiga inflytande var betydande. Den relativa lönenivån i krisföretagen var klart över genomsnittet för svensk industri i början av stödprogrammet. Den är det fortfarande. Det innebär att de anställda inte har behövt offra sin relativa lönenivå.

För de flesta krisföretagen borde inte den akuta krisen ha kommit som en blixtnedslag från klar himmel. Det hade förekommit många varningar i form av fallande lönsamhet och hårdnande konkurrens på de internationella marknader som de arbetade på. Det gällde i särskilt hög grad varvsindustrin, stålindustrin och gruvindustrin, trots att den sistnämnda fortfarande vid krisens utbrott hade en lönsamhet över industrigenomsnittet. Med undantag för skogsindustrin hade samtliga krisföretag sett sina bästa dagar redan på 50-talet och deras konkurrensförmåga hade stadigt försvagats sedan dess.

När staten valde att gå in som ägare och hindra att företagen gick omkull, ingrep den i en av de viktigaste funktionerna i marknadsökonomi, nämligen exit-funktionen. Att dynamiskt omallokera resurser från aktiviteter som förlorat sitt ekonomiska existensberättigande, eller håller på att göra det, till nya och/eller mer snabbväxande verksamheter utgör en hörnsten i marknadsökonomins mekanismer. Hur effektivt detta sker har en avgörande inverkan på hur

snabbt ekonomin växer och hur väl den kan klara externa chocker, typ oljekrisen på 70-talet.

Den industriella omvandlingsprocessen kan ske i ordnade former över längre perioder, men den kan också ske snabbt, närmast brutalt, när de företagsekonomiska förutsättningarna för en verksamhet plötsligt försvinner. Det var detta som hände krisföretagen i mitten av 70-talet och det var i detta läge som staten tog över dem.

Det torde stå klart att staten inte varit framgångsrik i ägarrollen, framför allt inte när det gäller att försvara värdet av de satsade pengarna, dvs utövandet av ägarfunktionen i en marknadsekonomi. Staten har haft en katastrofalt dålig avkastning på sina pengar om dessa ses som långsiktiga investeringar och om rimlig hänsyn tas till statens alternativkostnad, dvs de utgifter staten under alla omständigheter hade tvingats ta på sig om krisföretagen tillåtits gå omkull och de anställda, som eventuellt hade förlorat sina arbeten, tagits om hand inom ramen för traditionell arbetsmarknadspolitik.

Staten verkar inte, trots de stora stödinsatserna, ha lyckats skapa mer livskraftiga företag än de delar av krisföretagen som ändå skulle ha överlevt en konkurs i mitten av 70-talet. Det kan snarare vara så att stödinsatsen inneburit att delar av verksamheten som annars skulle ha försvunnit, överlevt och negativt påverkat utvecklingen hos de verksamheter som skulle ha klarat sig vid en marknadsmässig sanering av krisindustrierna utan statens medverkan. Som så ofta kan de svenska varven tjäna som exempel. Vad som i dag återstår av den svenska varvsindustrin är sannolikt också de delar som skulle ha överlevt en konkurs.

Varför har då staten klarat sin ägarroll så dåligt? Det avgörande problemet torde vara att ägarnas målfunktion i en marknadsekonomi på ett fundamentalt sätt skiljer sig från statens/politikernas. För det privatägda företaget är det grundläggande målet att tjäna pengar och uppnå maximal värdetillväxt (se t ex Eliasson, 1984). Därmed är också privatföretaget bärare av det grundläggande kapitalistiska belöningssystem som kommer att karakterisera den konkurrensutsatta delen av svensk ekonomi så länge som Sverige är så nära knutet till en världsekonomi där marknadsekonomin spelregler i huvudsak gäller.

Den roll som ekonomiska incitament och penningbelöningar spelar i den kapitalistiska marknadsekonomi (och i grund och botten också i blandekonomin) har beskrivits på ett briljant, om än tillspetsat, sätt av Joseph Schumpeter i hans bok "Capitalism, Socialism and Democracy" (1943). Framgång eller misslyckande i det kapitalistiska samhället är i grund och botten enligt Schumpeter detsamma som att tjäna eller förlora pengar. Med sin kombination av käpp och morot är detta belöningssystem oöverträffat i sin effektivitet, enkelhet och kraftfullhet. Ett skäl är att belöningarna är desamma för den

som är på väg upp genom samhället som för den som redan är på toppen och som vill stanna där.

Ett lika viktigt drag hos belöningsystemet är att belöningarna är "orättvist" fördelade och knappast kan sägas stå i rimlig proportion till arbetsinsatsen, om man räknar i timmar eller fysisk ansträngning. Spektakulära vinster tillfaller en liten minoritet av framgångsrika entreprenörer. Vinsterna är tillräckligt stora för att hålla ett stort antal företagare igång. De når själva aldrig fram, men satsar sitt yttersta på grund av de potentiella vinsterna. Detsamma gäller straffen för att inte lyckas. Även de är "orättvist" fördelade i den bemärkelsen att de också drabbar många kompetenta företagare. Därigenom sätter de i Schumpeters analys press på aktörerna i marknadsekonomin på ett sätt som ett mer rättvist belönings- eller bestraffningssystem aldrig skulle ha gjort.

Det grundläggande målet för det privatägda företaget är sålunda att vara vinstgivande och försvara sina ägares förmögenhet. Det är inte nödvändigtvis detsamma som växande produktion eller bibehållen sysselsättning, vilket är naturliga mål för dem som är ansvariga för den ekonomiska politiken. Tvärtom är det så att om avkastningskraven endast kan klaras på bekostnad av exempelvis sysselsättning måste med nödvändighet valet vara lätt för företagaren. Vinsten måste sättas i första rummet. Det innebär att det finns en klar potentiell motsättning mellan företagarens/ägarens mål å ena sidan och den ekonomiska politikens å den andra. De sammanfaller över en längre tidsperiod. Men på kort sikt, och i enskilda fall, är så inte alltid fallet.

Detta visades med all önskvärd tydlighet under andra hälften av 70-talet, då förutsättningarna för industriell tillväxt i Sverige var dåliga. Samhälleliga mål såsom tillväxt, sysselsättning och regional balans kom att stå i direkt konflikt med företagets avkastningskrav. Industrin utanför krisföretagen lyckades försvara sina avkastningskrav, men endast till priset av starkt sjunkande sysselsättning och stagnerande produktion. Samtidigt visade emellertid erfarenheterna från krisföretagen att avkastningskraven måste stå i centrum för företaget. Den effektiva användningen av kapital är och förblir basen för dess fortsatta existens och följaktligen för företagets förmåga att överhuvudtaget skapa sysselsättning. För politikerna blir det en central uppgift att se till att förutsättningar skapas så att dessa företagsmål inte är oförenliga med de långsiktiga målen för den ekonomiska politiken.

Hur förhåller sig då målen i det privata industriföretaget till målen för den statliga företagarkerksamheten, inklusive krisföretagen? Motiven för att staten skulle äga företag också utanför de klassiska fallen, typ järnvägar, inventerades i samband med att Statsföretag grundades 1969. I botten fanns en oro för att en snabb industriell

omvandling skulle leda till sociala spänningar. Det hävdades att privata ägare inte alltid kunde förväntas leva upp till det svenska välfärdssamhällets höga sociala ambitionsnivå. De kunde inte förväntas väga in sociala hänsyn i sina beslut. Om två företagsekonomiskt likvärdiga lösningar fanns var det långt ifrån självklart att den privata ägaren valde den socialt optimala (se Eliasson-Ysander, 1983).

Det – ansågs det – kunde man däremot göra inom ett statligt företag, där t ex regionala hänsyn kunde bakas in i besluten. Vidare kunde statliga företag fungera som pionjärer när det gällde arbetsmiljö och medbestämmande. I samband med att Statsföretag reorganiserades år 1982 användes samma argument för statligt ägande. Dessutom tillades, med hänvisning till erfarenheterna från 70-talet, att de statliga företagen kunde tjäna som instrument för industripolitiskt önskvärda satsningar där det inte fanns någon privat ägare med tillräcklig kapacitet vad gällde risktagande, finansiering och företagsledning. Man tillade att den politiskt betingade överbyggnaden i de statliga företagens målfunktion inte skulle gå ut över det grundläggande kravet på lönsamhet. Tillspetsat skulle kunna sägas att staten skulle bli som en privat ägare – bara något bättre.

Erfarenheterna av 70-talets statliga företagarverksamhet har visat att denna hybrid mellan privatkapitalistiska och politiska mål inte är en adekvat målfunktion för en ägare i en marknadsekonomi alldeles oavsett dess politiska och sociala attraktionskraft. Nästan alltid då avkastningskrav och politiska mål stått i konflikt med varandra vare sig det rört sig om regionalpolitiska eller sysselsättningspolitiska mål, har de förstnämnda fått stryka på foten.

Politikerna har mer eller mindre frivilligt försatt sig i en gisslansituation i en ekonomi där marknadens spelregler tenderat att bli förhandlingsbara beroende på förmågan att engagera politiskt betydelsefulla grupperingar i samhället för sitt syfte. Det förefaller som om en viktig anledning till att det varit så svårt för politikerna att ta sig ur gisslanrelationen, när man väl försatt sig i den, har varit just att man gick in som ägare i krisföretagen. Därmed etablerades en direkt länk mellan politikerna och de anställda.

Ur denna synvinkel finns det därför också en viktig skillnad mellan den tidigare stödkarusellen och det stöd som utlovats till Volvo och Saab för att ta över friställda varvsarbetare i Uddevalla och Malmö. Staten plöjer inte ned stödet i verksamheter som med alldeles för stor sannolikhet är ekonomiskt "döda". Dessutom drar sig staten ur det direkta ansvaret för sysselsättningen i krisföretagen.

Den viktigaste slutsatsen av erfarenheterna från stödprogrammet skulle således vara att politikern inte kan förväntas att plötsligt kliva ur sin roll som politiker och, när så behövs, plötsligt bli den kapitalistiske ägaren som med nödvändighet måste ta obekväma beslut rörande omfördelning av resurser inom företaget eller lägga ned verk-

samheter. Men Jagréns analys av ägandet (Jagrén, 1988) visar med all önskvärd tydlighet att det är just detta som är essensen i ägarfunktionens framgångsrika utövande.

Appendix

Stöd och stödmottagare

	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	Ack. stöd 1976–83
Svenska Varv	420 ^a	1 877 ^a	4 600 ^b	1 284 ^b	744 ^b	1 494 ^b	2 374 ^b	400 ^b	13 193 ¹ 20 300 ²
LKAB	–	–	775 ^c	838 ^d	554 ^e	2 330 ^f	1 007 ^g	42 ^h	5 546 ¹ 7 544 ²
SSAB NJA	– 1 800 ^o	– 711 ^p	1 584 ⁱ	1 468 ^j	1 095 ^k	928 ^l	344 ^m	85 ⁿ	5 214 ¹ 12 946 ²
NCB	–	–	260 ^q	740 ^r	–	400 ^s	–	–	
Södra	–	–	–	500 ^t	–	–	–	–	5 625 ¹
ASSI	–	100 ^u	550 ^v	200 ^x	–	100 ^y	2 775 ^z	–	7 846 ²

¹ Nominellt belopp

² 1984 års priser

^a kapitaltillskott eller motsvarande enligt DsI1981:8, sid 19

^b årsredovisningar för Svenska Varv

^c årsredovisning: ägartillskott (500), statl stöd (175), bidrag från Tobaksbol (100)

^d ägartillskott (440), nyemission (200), lån (45), statl stöd (153)

^e förlusttäckning (340), nyemission (200), övrigt (15)

^f bidrag (30), förlusttäckning (750), nyemission (50), ägartillskott (1 500)

^g ägartillskott (1 000), bidrag (7)

^h bidrag (42)

ⁱ ägartillskott (700), rekonstr lån (684), strukturlån (200)

^j rekonstr lån (425), bidrag (23), strukturlån (1 000)

^k rekonstr lån (695), strukturlån (400)

^l nyemission (1 125), extraordinära intäkter (37), nettoförändr strukturlån (–234)

^m extraordinära intäkter (54), förlagslån (300)

ⁿ extraordinära intäkter (44)

^o ägartillskott (1 800)

^p ägartillskott (686), bidrag (25)

^q villkorslån;

^r villkorslån (140), nyemission (600);

^s nyemission

^t nyemission;

^u nyemission;

^v ägartillskott (275), villkorslån (275)

^x nyemission;

^y förlagslån omvandlat till eget kapital

^z ägartillskott (2 000), villkorslån (275), förlagslån (500)

Litteratur

- Bentzel, R, Ekström, J och Nabseth, L, 1969, *Varvindustrins problem. Efterfrågan, konkurrens, framtidsutsikter. Med bedömning av den svenska varvsindustrins utvecklingsförutsättningar*. IUI, Stockholm.
- Bjuggren, P O, 1988, "Ågande och effektivitet inom svensk skogsindustri 1970–1984", kapitel VI i denna skrift.
- Carlsson, B, 1980, *Internationell konkurrenskraft hos den svenska järn- och stålindustrin och massa- och pappersindustrin med hänsyn till energikostnaden*. IUI Forskningsrapport nr 10, Stockholm.
- Carlsson, B, 1983a, "Industrial Subsidies in Sweden; Macro- Economic Effects and an International Comparison", *Journal of Industrial Economics*, Vol. XXXII, Sept. 1983, No. 1.
- Carlsson, B, 1983b, "Det svenska industristödet i internationell jämförelse", *Ekonomisk Debatt*, 7.
- Carlsson, B, Bergholm, F och Lindberg, T, 1981, *Industristödspolitik och dess inverkan på samhällsekonomin*. IUI, Stockholm.
- Eliasson, G, 1984, *The Micro-Foundations of Industrial Policies*. IUI Booklet No. 173, Stockholm.
- Eliasson, G, Lindberg, T, 1981, "Allocation and Growth Effects of Corporate Income Taxes – Some Experiments in Quantification on a Micro-to-Macro Model of the Swedish Economy", i Lindberg-Södersten (eds) *Business Taxation, Finance and Firm Behavior*, IUI Conference Reports 1981:1. Stockholm.
- Eliasson, G och Ysander B-C, 1983, *Sweden: Problems of Maintaining Efficiency under Political Pressure*. IUI Booklet No. 154, Stockholm.
- Henning, R, 1983, "Kommunal näringspolitik – ett nytt inslag i den svenska förhandlingsekonomin", *Ekonomisk Debatt*, 5.
- Hildebrand, K G, 1971, *I omvandlingens tjänst. Svenska Handelsbanken 1871–1955*, Stockholm.
- Jagrén, L, 1988, *Företagens tillväxt i ett historiskt perspektiv*, kapitel III i denna skrift.
- Josefsson, M och Örtengren, J, 1979, "Priser och omvandling i svensk industri", i *Industriell utveckling i Sverige*, IUI, Stockholm.
- Ljungberg, J, 1981, *Tillväxt och stagnation i varvsindustrin 1950–1980. Del I och II*, Meddelande från Ekonomisk-historiska institutionen, Lunds universitet, Nr 21 och 22.
- Schumpeter, J, 1943, *Capitalism, Socialism and Democracy*, London.
- SOU 1981:72, Att avveckla en kortsiktig stödpolitik. Betänkande av Industristödsutredningen.
- Södersten, J, 1987, "Lönsamhet i svensk industri", *Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift* 2, 1987; även publicerad som IUI Småttryck nr 223, Stockholm.
- Örtengren, J, 1981, "Kapitalbildning i svensk industri under efterkrigstiden", *Industrin inför 80-talet*, IUI, Stockholm.

Kapitel V

Specialkemikalier

– en tillväxtbransch?

av Lotta Björklund

Innehåll	Sid
1 Inledning	355
2 Syfte och tillvägagångssätt	356
2.1 Syfte	356
2.2 Tillvägagångssätt	356
2.3 Studiens uppläggnig	357
2.4 Tidigare gjorda undersökningar	357
3 Metod och problem	359
3.1 Vad är en specialkemikalie? – definition	359
3.2 Mätsvårigheter	362
4 Företagen	363
4.1 Val av företag	363
4.2 Företagshistorik	365
4.3 Företag med bulkkemikalieinriktning före 1970	365
4.3.1 Bergvik Kemi AB	365
4.3.2 Berol Kemi AB	365
4.3.3 Boliden Kemi AB	366
4.3.4 EKA AB	367
4.3.5 AB Karlshamns Oljefabriker	368
4.4 Företag med SPF-inriktning före 1970	368
4.4.1 AB Nobel Kemi	368
4.4.2 Perstorp Kemi	369
4.4.3 Probel AB	370
4.5 Läkemedelsföretag	371
4.5.1 Ferring AB	371
4.5.2 KabiVitrum AB	371
4.5.3 Pharmacia AB	372
5 Enkätresultat	373
5.1 Sofistikeringstrappa	373
5.2 Varför SPF-produktion?	375
5.3 Anställda	376
5.3.1 Utbildning	379
5.3.2 Rekrytering	380
5.4 Forskning och utveckling (FoU)	381
5.4.1 Vad bestämmer valet av forskningsprojekt?	383
5.4.2 Idégenerering och spridning	383
5.4.3 FoU-samarbete	384

5.5	Marknadssituation	386
5.5.1	Konkurrenter	387
5.5.2	Prissättning på marknaden för specialprodukter	389
5.5.3	Marknadsprofil	390
5.5.4	Kundkategorier	393
5.5.5	Försäljningsorganisation	393
5.5.6	Utlandsfakturering	394
5.5.7	Företagsköp utomlands	395
5.5.8	Utlandstillverkning	396
6	Är specialkemikaliemarknaden ett tillväxtområde?	396
6.1	Reell tillväxt	398
6.2	Investeringar	400
6.3	Framtida branschstruktur	402
6.4	Gynnsamma/begränsande faktorer för marknadens tillväxt på längre sikt	404
6.5	Tillväxtområden för svensk SPF-industri	406
7	Sammanfattning	408
Bilaga 1	Intervjuade befattningshavare	410
Bilaga 2	SCB. Definition av FoU	411
Bilaga 3	Enkätformulär	412
Litteratur		416

Figurer

1	Kemiska produktklasser	360
2	Sofistikeringstrappa för SPF-branschen	375
3	Anställda 1974–84	377
4	Omsättningsutveckling 1970–84	387
5	Utlandsfakturering av total omsättning respektive export av saluvärde 1977–84	394
6a	Bruttoinvesteringar av total omsättning 1974–84	401
6b	Bruttoinvesteringar av total omsättning, 1974–84, studiens företagsgrupper	401

Tabeller

1	Kemisk världsproduktion enligt Klines definition 1980	362
2	Företagens SPF-andel av omsättning och anställda 1975 och 1984	364
3	Anställda efter funktion i företagen, Sverige, 1984	378
4	Forskning och utveckling efter inriktning av omsättning 1984	382
5	Omsättningsindex 1984	387
6	Försäljning av produkter tillverkade av andra företag, 1984	391
7	Försäljning till slutanvändare och vidareförädling av total omsättning 1984	392
8	Andelen utlandsfakturering, oviktad, och export 1983	395
9	Antalet utländska dotterbolag 1978 och 1984	396
10	Tillväxt, konstanta priser, 1980–85	399
11	Andel omsättning och anställda av kemisk och total svensk industri 1974 och 1984	399
12	Företagens andel av koncernomsättning 1975 och 1984	400

1 Inledning

Företag med specialkemikalieproduktion har på senare år ansetts vara ett av de mest lovande tillväxtområdena i svensk industri. Många traditionella producenter av bulkkemikalier lade om strategi i slutet av 70-talet och uttryckte en ambition att satsa på specialkemikalier.

Varför inträffade detta? Vid tillverkning av baskemikalier strävar man efter så stor produktionskapacitet som möjligt för att vinna skalfördelar. Bulkkemikalier utmärks i allmänhet inte av någon kvalitetsskillnad utan marknaden kännetecknas av relativt renodlad priskonkurrens. I mitten av 70-talet började världsmarknaden känna av en överkapacitet, delvis beroende på en snabb utbyggnad i Europa men också på grund av den första oljekrisen, som drastiskt höjde priserna på oljebaserade produkter. OPEC hade även börjat uppföra raffinaderier och baskemikalieanläggningar i anslutning till oljekällorna och kunde från och med 1984 konkurrera på allvar med den europeiska tillverkningen. En bidragande orsak var också plasternas minskade substitutionseffekt som tidigare möjliggjort bulkkemikalietillverkningens höga produktionstillväxt. Under 50- och 60-talen ersatte de allt billigare och mer förfinade plasterna många produkter som tidigare tillverkats av trä, stål, gummi, etc. Många baskemikalieproducenter såg sig tvungna att satsa på något annat. Det föll sig naturligt att försöka förädla kemikalierna som man tidigare sålt vidare.

Ofta har ordet revolution använts när denna omvandling diskuteras. Att inrikta produktionen på specialkemikalier innebar en betydligt större förändring för företaget än många bulkkemikalieproducenter tänkt sig. Från att tidigare försökt vinna kostnadsfördelar genom en så rationell tillverkning som möjligt behövde man nu en helt ny kompetensprofil – ett kunnande om produkten, och inte minst om marknaden.

Detta innebar en omfattande förändring för företagen, inte minst när det gällde kompetensprofilen vid rekrytering av personal. Marknadsföring fick ökad betydelse och det ställdes högre krav på försäljarens kunnande. I stället för att sälja en viss kvantitet skulle man nu sälja en lösning på kundens problem. FoU-personalen som tidigare lade tonvikten vid åtgärder ägnade att effektivisera tillverkningen, måste nu ha en ökad kemisk produktkunskap samt lyhördhet för marknadens önsknings. Producenten fick ta över en växande del av de funktioner som förut legat utanför dess kompetensområde och sköts av mellanhänder (se Eliasson-Bergholm-Jagrén-Horwitz, 1985). Teknologisk konkurrens med kvalitetskonkurrens på specialistmarknaden blev en dominerande kompetensfaktor (Eliasson, 1987). Detta är ett fåtal exempel som i sin tur innebar

genomgående förändringar för företagen vad gäller organisation, budgetuppläggning och marknadstänkande.

2 Syfte och tillvägagångssätt

2.1 Syfte

Vi försöker i denna studie besvara frågan om företag med fin- och specialkemikalieproduktion verkligen utgör en tillväxtsektor samt i så fall på vilket sätt denna tillväxt har skett och kommer att ske. Vad kännetecknar företag i specialkemikaliebranschen? Vidare tar vi upp vilka problem ett företag som inriktar sig på specialkemikalier ställs inför, om det är en gammal bulkproducent som vill förnya sig eller ett litet nystartat företag. Vi försöker också blicka framåt, främst då ur ett ekonomiskt perspektiv.

2.2 Tillvägagångssätt

Vid en analys av en bransch finns det många infallsvinklar. När det gäller företagens beteende studeras variabler som prissättning, marknadsföring, finansiering och investeringar, FoU samt samsamslagningar och uppköp. Resultatkaraktistika inriktar sig framför allt på vinstnivå och olika effektivitetsmått (Carlsson, 1981). Strukturanalysen beaktar hur de största företagen dominerar branschen, alternativt hela ekonomin, liksom hur företagen är vertikalt integrerade och diversifierade inom olika produktsektorer (Scherer, 1970). Tillväxten av en bransch kan ses i jämförelse med sig själv historiskt, total tillverkningsindustri eller i ett internationellt perspektiv samt i termer av framför allt omsättning och anställda.

I allmänhet kan en branschanalys sammanställas med data enbart tagna ur offentlig statistik, verksamhetsberättelser och andra sammanställningar för berörda företag. När det gäller specialkemikaliebranschen visade sig detta tillvägagångssätt av flera skäl inte vara meningsfullt. Att definiera specialkemikaliebranschen visade sig vara svårt och därmed fanns varken branschdata eller offentlig statistik. Att beskriva specialkemikalieföretagens "revolution", dvs omställning från priskonkurrerande bulkproducenter till kvalitetskonkurrerande producenter av specialkemikalier, kan ej göras med officiell statistik eller data från verksamhetsberättelser.

Huvuddelen av studien baseras i stället på intervjuer med före-

tagsrepresentanter och branschskunniga. En enkät sammanställdes (se bilaga 3) med huvudinriktning på företagets utveckling sedan 1970 avseende anställda samt utbildning, FoU, marknadsutveckling, konkurrens och priset förhållanden samt framtidsperspektiv. Intervjuer genomfördes med personer på ledande befattningar i de utvalda företagen. Samtal med branschskunniga samt studier av verksamhetsberättelser och andra publikationer kompletterar enkätresultaten.

2.3 Studiens uppläggning

Studien inleds med en kortfattad tillbakablick på några tidigare undersökningar av svensk kemi-industri och särskilt då specialkemikalier. Därefter definieras specialkemikalierna och problemen med definitionen respektive datainsamlingen tas upp. Tillvägagångssättet vid valet av företag diskuteras följt av en kort historik sedan 1970 över de i studien ingående företagen. Därefter presenteras enkäten samt en analys av resultaten. Studien avslutas med en utvärdering av resultaten – är verkligen specialkemikaliebranschen en tillväxtbransch? Vi ser även framtiden an, avseende struktur och tillväxt.

2.4 Tidigare gjorda undersökningar

Utredningar avseende svensk kemiindustri och dess specialkemikalieproduktion har främst avsett den rent tekniska delen, dvs marknadsstrukturen ur produkthänseende. Fyra studier redovisas kortfattat nedan, varav den sista egentligen behandlar den ”närbesläktade” biotekniken.

Kline, 1982, definierar först special- och finkemikalier och gör en produktsortimentsindelning. Sedan beskrivs generellt strategier för företag i special- och finkemikaliebranscherna med utgångspunkt från fyra basstrategier:

- 1 Lägsta kostnad för branschen.
- 2 Fördelning av den totala kundservicen i produkt, distribution, service och systemförsäljning.
- 3 Identifiering och utnyttjande av nischer med hög tillväxttakt inom branschen.
- 4 Omsvängning från försäljning av produkter till konkurrens med kunnande och service.

Kline räknar upp kritiska faktorer för nya företags möjlighet att lyckas. Därefter övergår rapporten till en beskrivning av all kemiindustri i Sverige.

Klines rapport avslutas med ”råd” för hur svensk kemiindustri skall lösa sina framtidsproblem:

- 1 Utveckla special- och finkemikalier i enskilda divisioner eller företag.
- 2 Finna nischer där de kan dominera en regional marknad eller en världsmarknad.
- 3 Öka sin framtoning internationellt.
- 4 Ha tålamod att understödja långtidsprojekt.

Vad Kline-rapporten ej tar upp är dynamiken i den industriella utvecklingen. Flertalet av de beskrivna utvecklingstendenserna och förslagen till utvecklingsvägar var redan i gång inom svensk kemiindustri. I rapporten sattes det som redan höll på att ske inom svensk kemiindustri på pränt. Vad som visat sig vara svårt är inte *vad* man skall göra i allmänhet utan *hur* man skall genomföra förändringen i alla dess detaljer. Det är här kompetensen sätts på prov (se *Kunskap, information och tjänster*, IUI, Stockholm 1986).

SINDs kemiutredning, ”Kemisk Industri – en förstudie”, 1982, hade som mål att ”analysera den kemiska industrins konkurrensförutsättningar och framtidsmöjligheter i Sverige, identifiera hinder för svensk industriexpansion samt analysera och eventuellt föreslå åtgärder som stimulerar konkurrenskraften inom kemisk industri”.

Förstudien ger en översikt av kemisk industri, delar in den i branscher, tar kortfattat upp världsproduktionen samt drar några slutsatser med avseende på Sveriges förutsättningar. Branschen bör, enligt SIND, inrikta sig på specialisering och minska beroendet av bulkkemikalier. Sveriges specifika kunskaps- och råvarutillgångar bör utnyttjas och en inriktning bör ske mot svensk industris speciella behov. Först i andra hand inriktas produktionen på export.

STUs utredning, ”Nordiska kemiföretags produktstruktur och marknadsställning”, utförd av Kemiinformation 1980, utelämnar ekonomiska bedömningar och hänsynstaganden. Den inriktar sig i stället på tillverkningens omfattning, produkternas betydelse och destination samt ställningen för tillverkande företag. Studien listar de företag som huvudsakligen inriktar sig på special- och prestationskemikalier, liksom graden av FoU och utbildning inom företagen. Framtida marknader för nordisk produktion av specifikations- och prestationskemikalier skulle främst återfinnas inom trävarutillverkning, massa- och pappersindustri, färgindustri och metallframställning, samtliga producerade i tämligen stora kvantiteter. Denna typ av kemikalier producerade i mindre mängder för läkemedels-, livsmedels- och kemiindustrin bedöms som mindre aktuella. I bilagorna finns en beskrivning av verksamhetsområden vilka är kemikalieanvändare samt nordiska kemiföretag.

Bioteknikens effekter på industristrukturen, SIND 1985:2, be-

handlar kortfattat framtida områden för bioteknik och vilka företag som involverat sig i varje bransch. Inom läkemedelsindustrin ser man biotekniken som ett expansivt inslag med förutsättningar att utveckla nya preparat samt förbilliga produktionen. Stark finansiell bas samt ny kompetens inom företagen anses vara en förutsättning för att lyckas.

Inom kemiindustrin kan biotekniken bli ett viktigt hjälpmedel i strukturomvandlingen från bulk- till specialkemikalier. Att underlätta bulkkemikalieindustrins processteknik genom införande av bioteknik är inte aktuellt inom en överskådlig framtid.

Svensk fin- och specialkemikalieindustri, 1985, utförd av Kemi-information för SINDs räkning har som syfte att kartlägga och beskriva struktur och konkurrenskraft för branschen. Studien beskriver fin- och specialkemikalieproduktionen i relation till baskemikalietillverkningen, samt olika strategier avseende FoU, produktion och marknadsföring. Situationen för de verkligt små företagen tas upp, samt potentiella samarbetsprojekt mellan svenska kemiföretag.

Den kemiska industrins utveckling inom Sverige anses under de senaste tio åren inte ha genomgått någon större förändring. I den mån förändringar skett har de snarare varit i svenskägda enheter utanför Sveriges gränser. Avseende statens roll uttrycks en önskan om ett mer lättarbetat industriklimat. För en snabbare tillväxt av svensk fin- och specialkemikalieverksamhet föreslås samarbetsprojekt i större omfattning, både inhemska och utländska.

3 Problem och metod

3.1 Vad är en specialkemikalie – definition

Att definiera exakt vad en special- eller finkemikalie är visade sig vara förenat med stora problem. Specialkemikalier har blivit något av ett modeord för nya kemiska produkter/inriktningar, men som de flesta modeord har begreppet en diffus innebörd. Definitiva gränser mellan olika kemiska föreningar kan inte ens sättas teoretiskt. De flesta företag som kontaktades hade svårt att uppskatta sin egen produktion av specialkemikalier.

Charles H Kline, som är ett konsultföretag inom kemibranschen delar upp kemiproduktionen i fyra sektorer. Inom varje område placeras olika kemikaliegrupper.

- *Bulkkemikalier*: kemikalie som är ett rent derivat från råvara. Dess kemiska innehåll definieras lätt. Den produceras i stor kvantitet till lågt volympris. Säljs för sitt *innehåll*.
- *Halvförädlade bulkkemikalier*: en mer komplicerad kemisk förening som säljs för vad den *uträttar*.
- *Finkemikalier*: högt renade och lätt definierade kemiska föreningar som produceras i mindre kvantitet men till högt volympris.
- *Specialkemikalier*: sammansatta kemiska föreningar som har ett specifikt användningsområde och säljs för vad de *åstadkommer*. Produceras i liten kvantitet till ett högt pris.

Figur 1 Kemiska produktklasser^a

Pris/volym	Icke differentierade (innehåll)	Differentierade
Lågt pris	Bulkkemikalier	Halvförädlade bulkkemikalier
Hög volym		
Högt pris	Finkemikalier	Specialkemikalier
Låg volym		

^a Charles H Kline & Co.

Vilken åtskillnad mellan bulk- och specialkemikalier man än gör blir den ”fyrkantig”. Egentligen kan alla kemikalier betraktas som finkemikalier i början av sin utveckling, eftersom de då produceras i liten kvantitet och följaktligen till ett högt pris. Efter hand som efterfrågan ökar och möjligheter till massproduktion öppnar sig, sjunker volympriset och kemikalien kan betraktas som en bulkkemikalie. En förutsättning är dock att tillverkningstekniken alternativt kemikompositionen kommer till ”var mans kännedom”. Med en besvärlig teknik kan inte storproduktion kallas bulkkemikalier. Ur kundens synvinkel kan en annan definition urskiljas: storkonsumenten av en produkt ser den som bulkkemikalie, medan köparen av en liten volym betraktar den som en specialkemikalie. Här beror det således på förpackningsstorleken.

Hur betraktar man ”systemförsäljning”, dvs köp av ett helt paket produkter som lösning på ett problem? Exempelvis för vattenrening behövs ett antal olika kemikalier, analysinstrument samt kunnande. Kemikalierna i sig kan vara enkla bulkvaror men sammansättningen av dessa för renandet av ett visst avlopp blir unik och kräver expert-

kunskap. Läkemedelsindustrin brukar i allmänhet inte inräknas i specialkemikaliebranschen, på grund av att den sektorn möts av speciella restriktioner och registreringskrav samt att den existerade långt innan uttrycket specialkemikalier började användas. Rent logiskt kan dock läkemedel sägas vara en specialkemikalie gjord av finkemikalier; därför inkluderas även läkemedel i denna studie. Ett annat gränsfall är biotekniken, dvs där biologiska processer används i tillverkningen i stället för de kemiska. Även om många företag inom specialkemikaliebranschen satsar på denna inriktning, är biotekniken än så länge lite av en joker i sammanhanget. Biotekniken har analyserats i denna studie, men vi kontaktade ej rent biotekniska företag. Läkemedelsindustrin har ökat inslaget av bioteknik i produktionen och kommer på sikt att fjärma sig alltmer från vår nuvarande definition. Även tillverkare av utrustning för specialkemikalieindustrin utslöts i studien.

I Sverige använder man tre olika begrepp, varav två vanligtvis som synonymer för kemikalier som tillverkas i små mängder. Dessa definieras i allmänhet enligt följande.

- 1) Special- eller
- 2) Prestationskemikalie

Det handlar i bägge fallen om differentierade produkter eller substanser som är unika. De marknadsförs för vad de gör; dvs det kemiska innehållet i en prestationskemikalie är i allmänhet ointressant för köparen. Avgörande är i stället effekten i en viss användning.

- 3) Finkemikalie

En kemikalie framställd i relativt små kvantiteter med hög renhetsgrad, för användning framför allt inom organisk syntes och för analysverksamheter samt inom läkemedels- och på senare år elektroindustrin.

Det är klart att innebörden av dessa begrepp skiljer sig åt beroende på vem man talar med. Specialkemikalier används dels som ett samlande begrepp för prestations- och finkemikalier, dvs jämförelsevis dyrare kemikalier producerade i liten kvantitet, dels ibland för odifferentierade kemiska föreningar med en komplex tillverkningsprocess. Syftet med studien är dock att studera branschen som helhet och i fortsättningen kommer i allmänhet ingen uppdelning att göras mellan de tre svenska begreppen, och som samlande benämning används SPF.

3.2 Mätsvårigheter

Som nämnts finns ingen offentlig statistik för SPF-sektorn tillgänglig, varken på nationell eller internationell nivå. Specialister på området har inte kunnat sammanställa relevant statistik. Varken CEFIC (Conseil Européen des Fédérations de l'Industrie Chimique) eller Sveriges Kemiska Industrikontor kan tillhandahålla specifika data för SPF-branschen. Inte heller utrikeshandels- eller industristatistiken är så uppbyggd att den tillåter en definition av de varor som kan sägas omfattas av SPF-begreppet. Man kan endast göra grova uppskattningar som Kline (1982) har gjort av svensk kemisk produktion enligt dennes tidigare nämnda definition.

Andelen kemisk tillverkning¹ i Sverige har alltid varit liten i jämförelse med den totala industriverksamheten. Bland CEFICs 13 medlemsländer låg Sverige avseende total produktion på åttonde plats 1980 och i procent av BNP på tolfte plats. SPF-andelen har ett ännu sämre utgångsläge. Enligt Klines definition har Sverige i internationell jämförelse en genomsnittlig andel specialkemikalietillverkning av total kemitillverkning på 16 procent, medan däremot andelen finkemikalier endast utgör 6 %, vilket är långt under genomsnittet för både USA, Västeuropa och hela västvärlden. En tillväxt hos andelen har dock skett de senaste tio åren. (Se vidare tabell 1.)

Tabell 1 Kemisk världsproduktion enligt Klines definition 1980
Miljoner kronor resp procent

Produktklass	Sverige	%	Väst-Europa	%	USA	%	Västvärlden	%
Bulk-kemikalier	4,5	41	205	33	170	32	565	35
Halvförädlade bulkkemikalier	4,1	37	215	35	165	32	550	34
Finkemikalier	0,7	6	115	18	85	16	265	16
Special-kemikalier	1,7	16	90	14	105	20	255	15
Totalt	11,0		625		525		1 635	

Källa: Kline & Co.

¹ Med Kemiindustrin avses produktion inom kemisk industri, petroleum-, gummi-varu-, plast- och plastvaruindustri (SNI 35). Kemisk industri avser kemikalie-, gödselmedels- och plastindustri samt annan kemisk industri (SNI 351 + 352). På motsvarande sätt används kemiprodukter som en benämning för produkter från kemiindustrin (SNI 35) och kemiska produkter som en benämning för produkter från kemisk industri (SNI 351 + 352).

Ett försök gjordes att sammanställa de finfördelade grupperna av kemikalier som kan sägas tillhöra SPF, exempelvis enligt tulltaxenomenklaturen, men det visade sig vara ogenomförbart. Detta beror dels på att även denna indelning trots allt är för grov, dels att den ej heller anger användningsområdet, vilket i många fall är vad som avgör om en kemikalie räknas till SPF eller ej. Ett konkret exempel är en hjälpkemikalie som trietylamin, vilken är en viktig komponent i många kemiska processer hos såväl KemaNobel som Astra. Denna kemiska förening klassificeras som "andra" i gruppen "Föreningar med nitrogenfunktion" (ur 29.22009 enligt ccc-nomenklaturen) i SCBs "Industri".

Företagen har själva problem med definitionerna när det gäller att uppskatta andelen SPF-produktion av den totala produktionen. I stället har företagens utveckling som helhet beskrivits och som produktion relaterats till sin uppskattade andel produktion av SPF-kemikalier. Deras andel SPF måste därför hållas i åtanke under läsningens gång.

4 Företagen

4.1 Val av företag

För vår analys har vi valt företag som uttalat inriktat sig på SPF; företag som sedan lång tid haft specialkemikalieproduktion, bulkproducenter som förändrat inriktningen sedan början av 70-talet, samt läkemedelsföretag. Genom diskussion med bransch-kunniga och med hjälp av offentligt material valdes företag ut som bedömdes som intressanta ur nämnda tre-grupps-synpunkt.

För att få en någorlunda heltäckande bild av den svenska SPF-branschen inkluderades dels de största företagen, dels några divisioner med SPF-inriktning som bildats inom större baskemikalieföretag. Hänsyn till storleken kan visa sig bedräglig, eftersom SPF-andelen av omsättningen inom företagen varierar kraftigt.

13 företag kontaktades, varav ett har upphört, Alron of Sweden AB, och ett tackat nej. Totalt omfattar studien således 11 företag.

Nobel Kemi, Perstorp Kemi och Probel har en tämligen konstant SPF-andel av total produktion under den studerade perioden. EKA är ett gränsfall då de började inriktningen på SPF-kemikalier i början av 70-talet, men specialiseringen tog inte fart förrän senare. Berol och Boliden Kemi ändrade uttryckligen sin baskemikalieproduktion till SPF under perioden, medan Bergvik Kemi och framför allt Karlshamn har börjat med en förädlingsverksamhet vid sidan av sin

huvudsakliga produktionsinriktning. Framför allt Bergvik Kemi hoppas på en stor tillväxt av denna verksamhet, medan SPF-produktionen för Karlshamns räkning troligen kommer att förläggas till ett eget bolag och förbli en mindre del av företagets totala omsättning.

Läkemedelsföretagen (Ferring, KabiVitrum och Pharmacia) uppvisar ett ökande inslag av biokemisk produktion. Andelen SPF-produktion, liknande de kemiska företagens uppdelning, kan ej göras, eftersom företagen delvis har en biokemisk tillverkningsprocess.

Företagen kan alltså delas in i tre grupper, varav de två första omnämns som *kemiföretag*. Bergvik Kemi, Berol, Boliden Kemi, EKA och Karlshamn ingår i gruppen företag med bulkkemikalieinriktning före 1970, som vi hädanefter kallar *nya SPF-företag*. I tabeller etc ingår dock ej Bergvik Kemi och Karlshamn på grund av deras relativt lilla SPF-andel av total produktion. Företag med SPF-inriktning innan 1970, *gamla SPF-företag*, består av Nobel Kemi, Perstorp Kemi och Probel. I gruppen *läkemedelsföretag* ingår Ferring, KabiVitrum och Pharmacia.

Geografiskt är företagen väl spridda över landet, men detta är snarare en tillfällighet. I några sammanhang visade sig detta faktum ha en viss betydelse.

Tabell 2 Företagens SPF-andel av omsättning och anställda 1975 och 1984

Företag	SPF-andel i % av omsättningen		1984 (hela företaget)	
	1975	1984	Omsättning (milj kr)	Anställda
Bergvik Kemi	0	10–15	331	143
Berol	20	60	937	787
Nobel Kemi	30	40	1 374	1 444
Boliden Kemi	–	40	1 455	1 473
EKA	30	50	697	783
Ferring			96	177
KabiVitrum			1 524	2 325
Karlshamns Oljefabriker	0	4	1 957	885
Perstorp Kemi	40	50	1 525	1 733
Pharmacia			2 856	4 623
Probel ^a	85	85	1 124	850
Totalt ^b	17 ^c	41	13 876	15 223

^a 1975 motsvarade Probel division specialkemi inom KemaNord.

^b Läkemedelsföretagen ingår ej i totala SPF-andelar.

^c 1975 ingår ej Bergvik i totala summan eftersom siffror ej finns att tillgå.

Källa: IUI.

4.2 Företagshistorik

För att åskådliggöra utvecklingen återges kortfattat respektive företags utveckling de senaste 15 åren. Historiken gör inte anspråk på att vara komplett eller subjektivt bedöma vilka satsningar som lyckats eller ej. Den är ej heller direkt viktig för analysresultaten utan kan läsas mer kursivt. De viktigaste händelserna gällande produktinriktning, företagsköp, utlandsetableringar och omorganiseringar redovisas så att sambanden dem emellan intuitivt kan skönjas och orsakerna till en viss produktionsinriktning spåras. Uppenbart är att företagen, och speciellt då de som satsat på SPF-kemikalier efter 1970, varit föremål för stora omvälvningar.

4.3 Företag med bulkkemikalieinriktning före 1970

4.3.1 Bergvik Kemi AB

f d Bergviks Hartsprodukter AB

Bergvik ägdes av Bergvik & Ala (52 %) och SCA (48 %) t o m 1980. Tillverkningen var en vidareförädling av råttallolja, en biprodukt vid cellulosaframställning, till hartser och fettsyror för pappers- resp färgindustri. Trots svårigheter med råvarutillförseln förbättrades både kapacitet och kvalitet i en utbyggnad 1975 då också Bergvik & Ala förvärvades av Stora Kopparberg AB. Efterfrågan på hartser var god under första delen av 70-talet men sjönk sedan, medan fettsyrorna upplevde en motsatt utveckling. 1980 övertog Bergvik & Ala minoritetsandelen från SCA. Samtidigt uttrycktes en önskan om breddning av produktsortimentet. 1982 togs beslut om en stor investering i en vidareförädlingsanläggning av hartser för att göra företaget mindre beroende av papperslimmarknaden. 1984 var anläggningen världens största för råttalljedestillation där man också tillverkar, förutom nämnda produkter, klibbgivare till tryck- och färgindustrin. Fr o m 1985 är Bergvik Kemi helägt dotterbolag till Stora AB.

4.3.2 Berol Kemi AB

f d MoDo Kemi AB

1971 sammanfördes MoDos Kemiska Industrier, Berol och SOAB (Svenska Oljeslageri AB) till ModoKemi AB, med produktion av framför allt organiska baskemikalier men en forskningsinriktning på celluloetraer, tvättmedelsråvaror och träliknande plaster. AB Statsföretag övertog MoDo Kemis anläggningar på västkusten 1973

samt "leasade" Modos anläggning i Domsjö. Avsikten var att medverka till en utbyggnad av svensk petrokemisk industri. 1975 planerades en oxo-anläggning för inhemsk produktion av Berols största importråvara, butyraldehyd. En divisionalisering ägde rum för att möta marknadsbehovet av en ökad inriktning på specialkemikalier. 70-talet karakteriserades av förväntningar om god lönsamhet som sällan möttes. Med en ny ledning 1978 ändrades företagsambitionen och satsningen på prestationskemikalier för förbättrade affärspositioner inleddes. SOAB såldes och oxo-anläggningen bildade ett eget bolag, Beroxo. De tidigare "leasade" anläggningarna från MoDo köptes och internationellt utvidgades verksamheten med egna försäljningsbolag i Japan och USA samt ökade satsningar i Frankrike och Västtyskland.

I början av 80-talet kunde den huvudsakliga inriktningen urskiljas; löpande verksamhet beträffande etenoxid, aminer, kolloid- och ytkemi samt utvecklingsatsningar inom cellulosa- och pappers-, verkstads-, gruv- och byggmaterialindustrin. 1983 inträffade den sista rekonstruktionen genom försäljningen av AB Syntes. En ökad lönsamhet gjorde en större satsning på tjugo forskningsprojekt möjlig och ett ökat antal samarbetsavtal träffades både i Sverige och internationellt. Tillsammans med MoDo skall etanolkemitekniken utvecklas i ett nybildat bolag 1985. För att säkra den tidvis osäkra importen av eten byggs en terminal tillsammans med Unifos med större lagerkapacitet. Fem försäljningsorganisationer för hela världen finns – i framtiden är målsättningen att enbart satsa på produkter som man kan bli världsbäst på.

4.3.3 Boliden Kemi AB

Boliden startade sin kemitillverkning på 60-talet för att tillvarata svavlet, en biprodukt vid malmhanteringen, företagets ursprungliga produktionsinriktning. Både ur lönsamhets- och miljövårdssynpunkt var detta nödvändigt. Svavelsyran omvandlas till saltsyra och fosforsyra, vilka förbrukas vid framställning av mer marknadsorienterade oorganiska baskemikalier. Kemikalierna riktade sig mot användningsområden som cellulosa och papper, tvättmedel, cement, vatten och avloppsrening, gödselmedel- och mineralfodermarknader.

Produktutbudet ökade 1977 med etableringen av vattenvårdssektorn, en marknad på vilken Boliden snart blev ledande. 1978 började företaget omstrukturera verksamheten för en ökad inriktning på specialkemikalier, främst för glasbruk, samt plast- och färgindustrin. Inom resultatområdena cellulosa och papper samt vattenvård fortsatte en utveckling för att kunna erbjuda kunden ett helt system för respektive process. 1980 köptes Aminkemi, ett specialke-

mikalieföretag med produktion av cellulosa- och tvättmedelskemikalier, liksom 50 % av Ferriklor som upparbetar saltsyra för stål- och verkstadsindustrin. Tillsammans med EKA införskaffades Nordnero 1981 för att utveckla kemisystem för ovan nämnda industrier. Nordnero bildade stommen i det tillsammans med Billerud och EKA bildade bolaget Kemek, som marknadsför kemikalier och system till stål- och verkstadsindustri. Inriktningen på tekniska systemlösningar med kemikalier förstärktes ytterligare genom köpet av Zichert Ingenjörsfirma 1983, vilken kompletterade vattenvårdsprogrammet. En sortimentsbreddning av baskemikalier tillsammans med teknisk utrustning, snarare än ren specialkemikalieproduktion kännetecknar Bolidens utveckling.

4.3.4 EKA AB

f d Elektrokemiska AB, sedan 1956 dotterbolag till Iggesund AB

I början av 70-talet hade EKA AB en klor- och alkaliproduktion som svarade för 75 % av total produktionsvolym i Sverige, dvs en typisk bulkkemikalieproducent. Cellulosaindustrins blekningsprocesser var huvudmarknaden. Hårdare miljökrav på klorproduktion samt en insikt om kommande överkapacitet på marknaden inom detta område gjorde att EKA inledde en satsning med väteperoxid som blekningsmedel för pappersindustrin. En god lönsamhet under en längre tid möjliggjorde en egenfinansierad satsning på ökad FoU. Inriktningen har sedan senare delen av 70-talet varit på vidareutveckling av företagets huvudprodukter riktade till marknader för cellulosa och pappers-, rengörings-, bindemedels-, ytbehandlings- och miljökemikalier.

Under senare hälften av 70-talet investerades stort i produktionsutbyggnad av järnklorid, väteperoxid och metasilikat vilken är en tvättmedelsråvara. 1979 skedde starten av den verkliga internationaliseringen. Ett handelsbolag bildades i Västtyskland samtidigt som en fabriksfusion för tvättmedelsråvaruproduktion uppfördes i Nederländerna. Elektrokemiska AB antog också sitt nuvarande och mer internationellt gångbara namn – EKA AB. Detta år uttalades också för första gången i verksamhetsberättelsen en strävan att satsa på specialkemikalier, även om detta tidigare kunde förutses i tillväxten av de olika specialkemikalierna. Nordnero, ett företag i Göteborgsregionen, som marknadsför produktionsanläggningar, kemikalier och system till den ytbehandlande verkstadsindustrin, inköptes som ett led i denna satsning. 1983 införlivades Nordnero i Kemek AB, ett bolag för verkstadskemikalier där Boliden, Billerud och EKA vardera äger 1/3.

Under 80-talet fortsatte den internationella expansionen med ett

joint venture i Holland för tillverkning av katalysatorer till oljeindustrin. Efter god utveckling under ett fåtal år köpte Union Carbide bolaget, som mer och mer hade framstått som en allvarlig konkurrent. Kvar i EKA fanns en kunskap om oljekemikalier som nu används för att utveckla produkter för bilavgasrening och avmetallisering av tunga oljor.

I dag är EKA ett företag med strategin att med egenutvecklad teknologi etablera sig på nischområden både på hemmamarknaden och internationellt. I ökad omfattning säljer man system, dvs både kemikalier, service och kunnande. Företaget har sex utländska dotterbolag, varav två producerande. Huvuddelen av produktionen är nu SPF-inriktad, men baskemikalietillverkningen utvecklas gynnsamt och kapacitetsutnyttjandet ökar. Huvudmarknaderna är fortfarande cellulosa-, pappers- samt tvättmedelsindustrin, men finkemikalier säljs i ökande omfattning till läkemedels-, livs- och elektroindustrin. Flera användningsområden för väteperoxid utvecklas, liksom en liten del organisk kemi riktad till läkemedelsindustrin.

4.3.5 AB Karlshamns Oljefabriker

Karlshamn, som framställer vegetabiliska oljor och fetter, är dotterföretag till KF Industri AB som i sin tur är dotterbolag till Kooperativa Förbundet. Produkterna vidareförädlas huvudsakligen till margarin men också andra fettbaserade livsmedel som glass, ost, matolja och konfektyr. Rapsexpeller och foderfett säljs till svensk foderindustri. Nämnade produkter har tillverkats under hela perioden, men ett nytillskott i form av ett program med metallbearbetningsvätskor introducerades 1981. Raps hade använts för tekniskt bruk redan på 30- och 40-talet men blev senare för dyr. Efter oljekrisen "återupptäckte" Karlshamn denna användning och började utveckla metallbearbetningsvätskor. Produkterna är dyrare än konkurrenternas petroleumbaserade, men är tack vare den vegetabiliska råvaran miljövänligare och ej allergiframkallande. Raps är dessutom en råvara som ger den slutliga produkten högre renhet. Produkterna säljs ännu endast inom Sverige men export planeras.

4.4 Företag med SPF-inriktning före 1970

4.4.1 AB Nobel Kemi

Division civilkemiska Produkter och Läkemedel inom Bofors hade 1971 ett diversifierat utbud, dock med ett råvaru- eller produktions samband. Huvudprodukterna var explosivämnen, polymerer, finkemikalier och läkemedel (lokalbedövning, blodcirkulation och hudsjukdomar), tandkräm samt fabriksprojekteringar. KemaNo-

bel- gruppen, som sektorn benämndes 1972, blev föremål för ett antal omstruktureringar under 70-talet. 1972 överfördes ammunitionstillsverkningen till annan sektor och läkemedelsproduktionen tog successivt plats i ett med Astra samägt bolag för att helt övergå i Astras ägo 1980. Legotillsverkning av armerade plastkomponenter för bygg- och transportindustri ingick i gruppen 1974–80 för att då återigen bli en självständig enhet. 1975 får sektorn namnet Nobel. En ökande lönsamhet tillåter intensifierade satsningar på FoU och investeringar och en utvidgad profilering på kemiska processer som är besvärliga ur miljö- och säkerhetssynpunkt. 1977 inköps Lakeway i USA som tillverkar färg-, rengörings- och bekämpningsmedel, en enhet som brottats med miljövärdproblem och dålig lönsamhet för att slutligen gå i konkurs i november 1985. Även själva processkunnandet såldes (Chematur), i övrigt är produktionen inriktad på mellanledsprodukter till sprängämnesindustrin, polymerer som betongtillsatser samt luftreningsprocesser. Finkemikalier produceras i ökande omfattning som s k enkundsprojekt till läkemedelsindustrin men också till jordbruks- och foderindustrin. Fr o m 1985 ingår även civila sprängmedel (f d Nitro Nobel) i Nobel Kemi efter samgående med Kema Nobel.

4.4.2 Perstorp Kemi

Vid Perstorps börsintroduktion 1970 stod dåvarande kemidivisionen för en tredjedel av total omsättning, bestående av ett mycket konjunkturberoende sortiment. Produkterna utgjorde ett mellanled i kemiindustrins förädlingskedja; formalin, polyalkoholer, aminopressmassa, lacker och hartser. Inte bara råvaran formalin utan även tillverkningsprocessen av denna såldes på licensavtal. En strävan för egen vidareförädling av produkterna uttrycktes, liksom en ökad internationalisering, vilket börsintroduktionens kapitalinflöde möjliggjorde. 1971 startades den hälftenägda Hoechst/Perstorp fabriken med tillverkning av plastdispersioner för färgindustrin. Produktionsenheter i England startades 1973, i USA och Österrike 1974, samtliga med pressmassetillverkning, vilka blev ett komplement till Perstorps svenska produktion.

1975 utgjorde huvudprodukterna fortfarande ett mellanled riktade till marknader för färg, formgods, plast och slipskiveindustrin, men en utbredd FoU-verksamhet pågick för ökad vidareförädling. Perstorp Kemi blev 1978 paraplyorganisation för några mindre divisioner vid Perstorps divisionsutbyggnad och tog rollen som företagsledningens framtidshopp med snabbast beräknad tillväxt. Detta kunde främst ske genom en ökad inriktning på special- och prestationskemikalier och en större geografisk spridning. Regeno, miljövärd- och biokemiskt inriktat, placerades inom Perstorp Kemi med

sikte på nysatsningar. I anslutning till de engelska och amerikanska anläggningarna planerades nybyggen i takt med den snabba expansionen.

Produktionsutbudet förädlades och diversifierades alltmer inom respektive division. 1982 presenterades kolhydratprojektet med preparat avsedda för läkemedelsindustrin och utvecklades i samarbete med diverse konsultfirmor. En fortsatt utveckling av geoteknologi samt även på separationsområdet förutsågs inom Pernovo, och vid nästa omstrukturering av bolaget (1984) var man redo för en ytterligare divisionalisering av det alltmer isärväxta produktutbudet i nya affärsområden.

4.4.3 Probel AB

1971 införlivades den lönsamma specialkemidivisionen i moderbolaget KemaNord. Divisionens ökade FoU-satsning hade resulterat i ett antal patentansökningar på produkter för lantbruk, syntetiskt växtlim och desinfektion. Omstruktureringen fortsatte under 1972 då en sektion för papperskemikalier bildades där även Kema Nord-ägda Cascos pappershartser ingick. En delägd fabrik i Belgien startades, bl a med syfte att komma in på EG-marknaden. Samarbetet med Shell ökade genom agentförsäljning av deras lantbruksprodukter i Sverige och Norge. Ett miljövårdsprogram startades 1973 och innebar 1974 en intensiv investeringsaktivitet, samtidigt som en plastkatalysator utvecklades och såldes på licens internationellt.

FoU-satsningarna var höga i jämförelse med övrig kemisk industri, vilket ibland bidrog till den tidvis dåliga lönsamheten, men när verksamheten 1978 tog namnet Kenogard var det med ett ganska konjunkturokänsligt produktsortiment – fettaminor till vägbeläggningar, malmflotation och plastkatalysatorer, pappers- samt växt- och träskyddskemikalier. Genom majoritetsägandet av Malaco produceras oljekemikalier i lokalt samarbete nära respektive marknad. 1979 köptes en träskyddsproducent i USA in samtidigt som en satsning på Sydostasien skedde, följd av köpet av ett italienskt insektsbekämpningsföretag 1980. De nya produktområdena hade etableringssvårigheter men satsningen på system- och kunskapsförsäljning intensifierades.

1982 ombildades Kenogard igen – i två bolag, ett för växt- och träskydd (VT), ett för ytkemikalier (SC) – och året därpå bildades tillsammans med Kema Nobel Food Systems och Extraco, Probel. Företaget utmärks av ett kunnande i kvalificerad ytkemi och biokemi/biologi, riktat till marknader för växt- och träskydd, ytkemi, gelteknologi samt livsmedel.

4.5 Läkemedelsföretag

4.5.1 Ferring AB

Ferring är ett familjeägt företag, grundat 1950 som Nordiska Hormonlaboratoriet och med grundarens son som nuvarande VD. Preparaten är utvecklade ur peptidhormonforskningen, grundarens forskningsspecialitet. Produktionen utgjordes från början av peptidhormoner med svinhypofyser som råvara.

I början av 60-talet lyckades Ferring bland de första i världen tillverka hormonet oxytocin syntetiskt. I dag är produktsortimentet utvidgat till mag- och tarmområdet, gynekologi- och veterinärmediciner – sammanlagt 70 produkter som säljs i ett 50-tal länder. Självständiga systerbolag för produktion eller försäljning finns i Danmark och Tyskland, grundarens hemland. Forsknings- och marknadsföringsenheter har bildats i Frankrike, England och USA. Förra året startades en samordningsenhet för exportförsäljning i Holland.

4.5.2 KabiVitrum AB

Kabigruppen var 1971 ett företag med läkemedel, kliniska reagenser samt kemisk-tekniska produkter (Grummebolagen). Läkemedelstillverkningen bestod av hematologiska produkter, gammaglobulin och en överproduktion av penicillin i Strängnäs jäsningfabrik. Preparat mot allergier och psykiska sjukdomar i AB Recip fanns också. Samma år introducerades ett tillväxthormon mot dvärgväxt som blev företagets storsäljare tills det drogs in 1985. Genom köpet av Vitrum och ACO 1972 utvidgades koncernen med tillverkning av intravenös näringstillförsel respektive basläkemedel och hudvårdsprodukter och företaget inledde en rekonstruktion för en specialisering av verksamheten. 1973 bildades Fermenta, som köpte jäsningsanläggningen, hälftenägd tillsammans med Astra, och följande år såldes Grummebolagen. Kabigruppen tar alltmer skepnad av en enhetlig läkemedelsindustri.

1974 inleddes en stor investeringsplan för en utbyggnad av kapaciteten samt satsningar på specifika områden. Kabi Diagnostica bildades som ett led i detta samtidigt som en peptidforskargrupp från Nobel Kemi övertogs. 1977 såldes resterande del av Fermenta, samtidigt som ett produktutbyte med Astra skedde för att undvika dubbelforskning inom Sverige. Kabigruppen blev 1978 KabiVitrum och det snart avslutade investeringsprogrammet följdes av en förstärkning av speciella FoU-områden samt den internationella marknadsföringen. Dotterbolag fanns i början av 70-talet i de skandinaviska länderna, i Tyskland, England, Italien, Holland, Österrike samt ett producerande i Frankrike. Dessa kompletterades med ett i Spanien

1975 och ett i USA 1984 där Pharmacia tidigare skött marknadsföringen. Under 1985 tillkom bolag i Japan och Schweiz. Utvecklingen sker inom hematologi, nutrition och peptidhormoner. En decentralisering medförde att företaget 1984 delades upp i fyra affärsområden med resultatansvar för att möta marknadens krav på smidigare samspel.

4.5.3 Pharmacia AB

Fortia, som koncernen hette t o m 1982, var i början av 70-talet ett handelshus med specialisering på läkemedelsprodukter. Fortia bestod av Pharmaciabolagen (läkemedel, diagnostika och separationsprodukter), tre läkemedelsagenter Meda, Famaco och hälftenägda ScanMeda, Mediada för sjukhusutrustning samt Consiva (konsumentprodukter) och andra företag för bokföring, biluthyrning och fastighetsförmedling. I takt med tidens krav utvecklades Fortia till ett utpräglat biomedicinskt teknikföretag, men behöll fortfarande läkemedelsagenterna Meda och Famaco som stadigt bidrar med vinst, om dock liten i förhållande till koncernens hela resultat.

Läkemedelsförsäljningen utfördes av agenter på de flesta marknader 1971, av dotterbolag endast i Norden, England, Västtyskland och Nordamerika. 1984 hade Pharmacia dotterbolag i de flesta västeuropeiska länder, Nordamerika, Japan och Australien samt sju regionkontor. Koncernen har präglats av en kontinuerlig decentralisering i syfte att närma sig marknaden. En satsning på integrering av de tre medicinsektorerna har skett så att en s k korsbefruktning i produktutvecklingen kunnat äga rum.

Pharmacia har genom sin separationsteknik kunna utveckla biotekniken, vilken ställer mycket höga krav på renhet. Preparat med naturliga råvarusubstanser har lägre forsknings- och prövningskostnader, och i dag kan 20–30 % av tillverkningen räknas till finkemikalieområdet. Denna produktionsblandning betraktar Pharmacia som mycket utvecklande för "korsbefruktningen". Företaget har sedan början av 80-talet varit ett av Sveriges snabbast växande större företag och har i framtiden möjlighet till ännu större finansiella resurser genom att Volvo våren 1985 gick in som en av de största ägarna. Pharmacia kommer i framtiden att fortsätta satsningarna på bioteknik samt preparat mot inflammation och allergi samt inom oftalmologi.

5 Enkätresultat

Syftena med enkäten var två: att granska påståendet att SPF-branschen är en tillväxtbransch och att studera vad som kännetecknar SPF-företagen. Vi ville också ta reda på hur personalen förändrats såväl kvantitativt och kvalitativt som vad beträffar dess sammansättning. Vidare lades tonvikt på FoU-verksamhetens omfattning och inriktning samt marknadssituationen, områden som prioriteras bland SPF-företagen. Frågor som ställdes var på vilket sätt valet av FoU-projekt sker, vilka instanser som påverkar/är inspirationskälla, hur ett projekt genomförs, hur relationen till andra företag och institutioner är osv.

Vad avser marknadssituationen studerade vi utlandsetableringarnas betydelse och i vilken omfattning de skett, vilka övergripande marknadsprofileringar som använts och hur försäljningen varit organiserad. Vi försökte också få ett grepp om konkurrenterna och prissättningen, något som visade sig vanskligt. I varje företag finns det i stort sett en specifik prissättningsstrategi och konkurrenssituation för varje produktslag. Vi ställde även frågor om företagens egen åsikt om sin styrka respektive sina svagheter. Enkäten i sin helhet återfinns i bilaga 3.

Redovisningen av enkäten avslutas med en presentation av framtidsutsikterna för SPF-företagen. Det bör än en gång påpekas att det är ur ekonomisk synvinkel analysen sker. Teknik och produktion ligger utanför vårt kompetensområde.

Vid sammanställningen av enkäten var vi medvetna om ett flertal men ej alla svårigheter avseende studien av SPF-kemikalieindustrin. För det första hade vi problemet med företag/divisioner som enbart haft SPF-produktion under perioden 1970–84. För det andra innefattades i stort sett aldrig alla företagets SPF-produkter i en resultatenheter. Dessutom hade diverse omorganisationer ägt rum för att hitta den bästa marknadslösningen.

Vi har redan definierat SPF-kemikalierna och gett en historisk bakgrund till företagets produktinriktning och expansion 1970–84. I följande avsnitt redovisar vi enkätresultaten om dagsituationen, som tillsammans med framtidsförväntningarna ligger till grund för analysen i avsnitt 6.

5.1 Sofistikeringsstrappa

De tre företagskategorierna, nya SPF-företag, gamla SPF-företag och läkemedelsföretag, kan sägas vara trappsteg i den utveckling mot ökad sofistikeringsgrad som företag inom SPF-branschen ge-

nomgård. De längst ner kan i olika avseenden lära av dem på trappstegen över.

Som nämnts i inledningen är steget från baskemikalieproducent till SPF-kemikalietillverkare i praktiken varken kort eller enkelt. Betydande företagsomställningar krävs. Ett *baskemikalieföretag* har i allmänhet ett dyrbart och inflexibelt realkapital där ett fåtal väldefinierade produkter tillverkas baserade på råvaror som utgör större delen av den totala kostnaden. Råvarorna köps i stor kvantitet av ett *fåtal* leverantörer och säljs, ofta på kontrakt för vidareförädling, till *få* men trogna kunder på en relativt begränsad marknad. Den stora kvantiteten, både vad gäller råvaruinköp och försäljning, innebär stora transportkostnader per avståndsenhet, vilket gör det geografiska läget betydelsefullt. Kompetensen inom företaget är tillverkningsinriktad, den huvudsakliga utvecklingen går till effektivitetsförbättringar i produktionen för att vinna kostnadsandelar och därmed kunna priskonkurrera i större utsträckning. Produkterna är homogena och köparen får en väldefinierad kemisk förening. Konkurrensmedlen är alltså pris och leveranssäkerhet. För Sverige, med ett relativt högt kostnadsläge, få inhemska råvaror (ofta i bulkkemikalieproduktion, petroleum) och långa transporter, ter sig inte produktionsförutsättningarna speciellt naturliga utom i självförsörjningssyfte (för krissituationer).

SPF-produktion innebär inte enbart ändrade produkter, utan även förändringar av produktionssättet, marknaden, konkurrenterna, försäljningssättet och därmed hela företagsstrukturen. Företagets kunnande ligger i produktkännedom, dvs:

- hur produkten verkar i olika sammanhang, inte minst ur miljösynpunkt,
- en bred kännedom om produktens applikationsområden,
- kompetens om kundens produktionssätt för att kunna erbjuda bästa lösningen till hans problem.

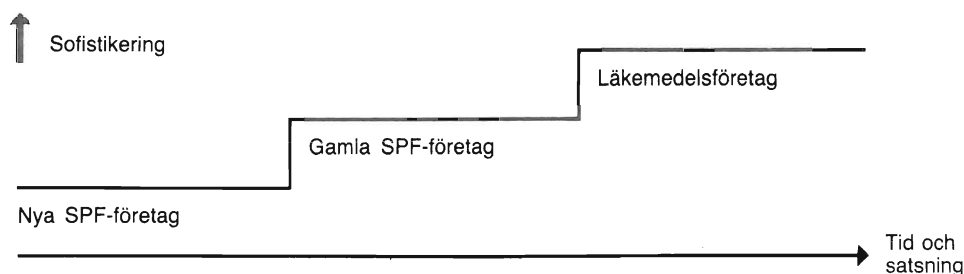
Steget till *läkemedelsindustrin* är om möjligt än högre och vanskligare. Ett läkemedel skall återställa en funktion i kroppen till det normala utan (eller med så små som möjligt) biverkningar på andra kroppsfunktioner/organ. Detta kräver noggrann kontroll av produktens användning samt tester under längre tid. Utvecklingen av ett läkemedelspreparat är mycket dyrbar, vilket innebär att läkemedelsindustrin koncentreras alltmer till stora företag för att satsningarna skall kunna klaras finansiellt. Samtidigt inträffar problemet att ju större företagsorganisationerna blir, desto svårare blir det att organisera FoU-verksamheten både innovativt och effektivt. De svenska läkemedelsföretagen är små i ett internationellt sammanhang. De har överlag varit mycket innovativa. Samtidigt gäller att flera mycket stora amerikanska och schweiziska läkemedelsföretag,

trots gigantiska satsningar på FoU och produktutveckling, ej i önskad grad lyckats förnya sitt produktsortiment.¹

På 40-talet uppstod den moderna läkemedelsindustrin med allt mer specialiserade företag. Före andra världskriget kunde de snarast liknas vid diversehandlare i läkemedel, men när en mångfald revolutionerande preparat patenterades var de tvungna att omstrukturera sig för att behålla lönsamheten. Produktion, forskning och marknadsföring blev i ökad utsträckning nyckelfunktioner (SOU 1980:33). I allt högre utsträckning kom läkemedelsproduktionen att baseras på naturliga råvaror och processer, dvs biokemi och bioteknik, substanser som redan finns i kroppen.

Den kemiska industrin står inte inför så hårda registreringskrav som läkemedelsproducenterna, men har heller inte skyddet av ett patenterat originalpreparat då en ny produkt tagits fram. Det är knappast heller möjligt att bli lika världsledande produktionsmässigt inom den kemiska industrin med dess krav på större kvantiteter som inom läkemedelsindustrin, där global distribution i stort sett är ett måste för lönsamhet. Men som vi skall se kan lärdomar dras från läkemedelsföretagens sätt att koordinera produktion, marknadsföring och forskning.

Figur 2 Sofistikeringstrappa för SPF-branschen



5.2 Varför SPF-produktion?

Beslut om stora förändringar i ett företag tas alltid på styrelsenivå. Vad var det som fick styrelser att fatta beslutet om satsningen på specialkemikalier?

Alla nya SPF-företag, förutom Karlshamn, var och är fortfarande i stor utsträckning bulkkemikalieproducenter. Under 70-talet förklarade de från år till år den dåliga lönsamheten – många gånger

¹ The Economist 7-13/2 1987.

rena förluster – med olyckliga yttre omständigheter som företagen ej själva kunde påverka. Till slut blev dock en strukturändring nödvändig. EKA var först med att ta ett beslut, där styrelsen lät göra en framtidsbedömning och beslutade sig för en specialiseringsinriktning. Berol talade redan i början av 70-talet om en ändring, men så mycket mer än tal blev det inte. I och med tillträdandet av en ny verkställande direktör 1978 samt bildandet av Beroxo som självständigt företag beslöt Berol utföra en strategisk marknadsbedömning av företaget, vilken resulterade i en SPF-satsning. I Boliden Kemi såg ledningen ingen volymtillväxt på de då befintliga marknaderna. Successivt växte beslutet om systemförsäljning fram mellan ledning och resultatenheter för att definitivt ta form under 70-talets slut. Bergvik Kemi hade liknande dystra tillväxtprognoser och köpte med moderbolagets hjälp en produktionsenhet för vidareförädling av befintliga produkter på licens från USA.

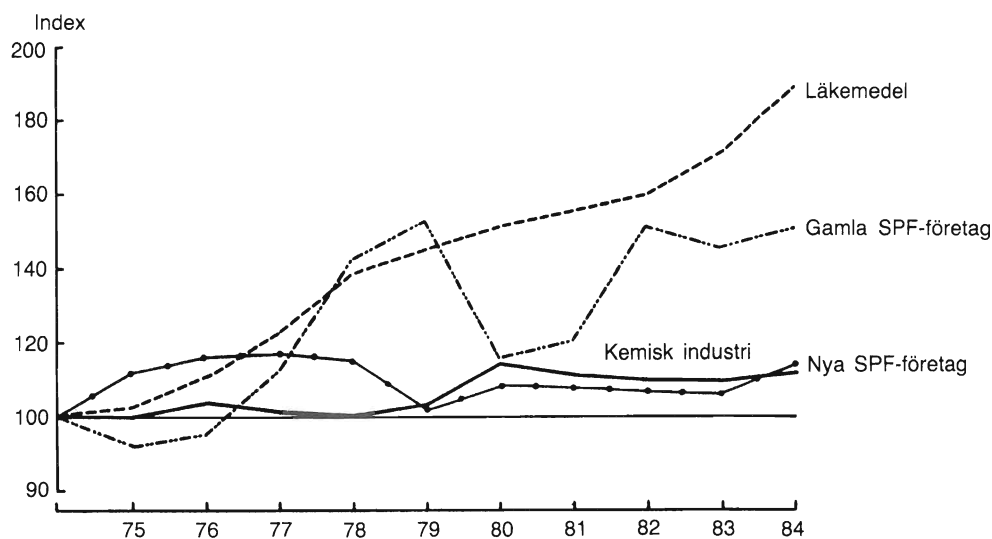
I Karlshamn har initiativet kommit från forskningssidan. Det gäller en udda produkt i förhållande till ordinarie sortiment, men baserad på samma råvaror.

5.3 Anställda

I motsats till den minskade sysselsättningen i den totala industrin har antalet anställda i de studerade kemiföretagen ökat kraftigt (se figur 3). Figuren visar antalet anställda i samtliga företag utom Bergvik, vars arbetsstyrka t o m 1983 var anställd av Bergvik & Ala AB. Framför allt har de tre läkemedelsföretagen kontinuerligt anställt fler, en knapp fördubbling av arbetsstyrkan har skett de senaste tio åren. De gamla SPF-företagen uppvisar en varierande ökning i sysselsättningen, främst beroende på omorganisationerna i Probel, men antalet anställda har ökat med ca 40 %. De nya SPF-företagen ökade betydligt i början av perioden, men har sedan legat på en jämn nivå med total kemisk industri, som även den har ökat något, framför allt beroende på SPF-företagens dragkraft. De stora företagens ökningarna dominerar visserligen gruppaggregaten, men faktum är att ett oviktat medeltal för respektive företag visar en ytterligare ökad tillväxt.

På ett tillverkande företag i SPF-branschen ställs det helt andra krav än på ett baskemikalieproducerande företag. Inte minst gäller detta de anställda. En avgörande roll för produktionsändring spelar företagsledningen. Många av de radikala omsvängningarna av produktionsinriktningen har blivit följden av ledningsbyten. Från att tidigare ha varit inriktade på ett fåtal olika produkter som massproducerades, där säljare sålde tonvis av en vara och FoU-personalen mest inriktade sig på förbättringar av produktiviteten i tillverk-

Figur 3 Anställda, 1974–84
Index 1974 = 100



Källor: SCB, IUI.

ningen, får dessa yrkeskategorier ökad betydelse. I nästan alla företag har denna utveckling skett, även i två av de företag som var inriktade på specialkemikalier före 1970. En tämligen stor personalomsättning har i många fall blivit följden av den ändrade produktionsinriktningen, framför allt för nämnda anställningskategorier. Inte bara de teoretiska kraven har ökat utan det har varit svårt att anpassa sig till de ändrade krav som en ny marknad medför. Även ett i sammanhanget litet företag som Bergvik bildade en försäljningsorganisation vid sidan av den gamla när det bröt sig in på SPF-marknaden. Andra företag har genomfört en ökad divisionalisering allt eftersom produktutbudet utvidgats.

Inte oväntat har studiens läkemedelsföretag en större forskarandel (24 %) än de kemiska företagen (14 %). Detta kan jämföras med 9,6 % för kemisk industri och endast 3,6 % för total svensk industri. För att möjliggöra en jämförelse med alla arbetskategorier har även resultaten från IUIs tjänsteenkät¹ redovisats i tabell 3. Dessa gäller dock arbetskraftskostnader – höginkomsttagargrupperna får därmed större värden för de undersökta SPF-företagen än vid nuvarande uppdelning av antalet anställda.

¹ IUIs tjänsteenkät beskrev företagets köp av interna tjänster i termer av arbetskostnader. En av frågorna var arbetskostnaderna för olika kategorier av anställda.

Tabell 3 Anställda efter funktion i företagen, Sverige, 1984
Procent

	FoU	Till- verkning ^a	Försälj- ning	Administ- ration
<i>Företag med bulkkemikalieinriktning före 1970, nya SPF-företag</i>				
Bergvik	20	56	15	9-
Berol ^b			10	
Boliden Kemi	8	78	6+	8
EKA	11+	65	10	14
Karlshamn ^c	40	60		
<i>Företag med SPF-inriktning före 1970, gamla SPF-företag</i>				
Bofors	19+	68	5+	9
Perstorp ^b	+		+	
Probel ^b		Oförändrade andelar		
Medeltal ^e	14	67	9	10
<i>Läkemedelsföretag</i>				
Ferring	28+	53	8	11
KabiVitrum	22+	47	20+	10
Pharmacia	21	43	12	24
Medeltal ^{de}	24	48	13	15
Totalt medeltal	18	59	11	12
Arbetskost- nadsandelar i tillverknings- industrin ^f	6	74	10	9

^a I produktionen ingår även kvalitetskontroll.

^b Uppgifter ej tillgängliga.

^c Av anställda som sysslar med SPF.

^d Medeltalen är oviktade.

^e Berol och Karlshamn med endast fem sysselsatta med SPF- kemikalier är ej medräknade.

^f IUIs tjänsteenkät 1983. I "tillverkning" ingår även produktions- och arbetsplane- ring som i tjänsteenkäten är separata poster.

+ indikerar ökning de senaste fem åren.

- indikerar minskning de senaste fem åren.

Källa: IUI.

Den största skillnaden återfinns inom FoU; 18 % för SPF-företagen, som delas mellan 24 % för läkemedelsföretagen och 14 % för studiens kemiföretag, mot 6 % för tjänsteenkätens företag (att jämföra med SCBs 3,6 %, en skillnad som dock delvis kan förklaras av den högre lönenivån). Även administrationen är andelsmässigt

större i SPF-företagen, medan försäljningen befinner sig på samma nivå, ca 10 %, en nivå som både läkemedelsföretagen och studiens kemiföretag uppnår. Tillverkningsindustrins arbetskostnader fördelas till tre fjärdedelar på produktion, medan knappt hälften av läkemedelsföretagens anställda sysselsätts i tillverkningen. Kemiföretagen i studien har en andel däremellan (63 %).

5.3.1 Utbildning

Marknadsföringen blir som nämnts annorlunda när inriktningen ändras från bulk- till specialkemikalier. Som diskuteras i avsnitt 7.3 är det mycket mer än endast en vara som säljs när produkten är en del i ett problemlösningssystem. Säljaren får ökad betydelse och måste inte bara ha kunskap om produkten utan även om dess applikationsområde, liksom om den tekniska process produkten ingår i. Säljaren ”bör kunna kundens bransch bättre än kunden själv”. Säljare med teknisk utbildning efterfrågas allt mer. Även personal med erfarenhet från företagens kundbranscher värderas högt. Exempelvis utgörs ett flertal av Bolidens nyanställda av personer som tidigare arbetat inom t ex cellulosa- och pappersindustrin. Av Bergviks anställda inom affärsområdet för SPF är två civilingenjörer och en tekn doktor, tidigare FoU-chef på företaget. Karlshamns säljare av skärvätskor har ingenjörs- eller verkstadsutbildning.

Även ur kundernas synvinkel måste behovet av en ökad kemisk kunskap hos t ex maskiningenjörer understrykas. I takt med att plasternas egenskaper förbättras utgör de ett fullvärdigt substitut till andra material som komponenter i maskiner, fordon etc inom verkstadsindustrin. Konstruktörerna måste därför komplettera med ökad kännedom om plasternas egenskaper.

Läkemedelsföretagens marknadsanställda har i huvudsak naturvetenskaplig eller medicinsk bakgrund. Detta faktum speglar betydelsen av en nära kontakt mellan marknads- och forskningssidorna. Erik Danielsson, som är koncernchef för Pharmacia, har en pol mag-examen men har också en tid varit forskningschef på en av företagets divisioner. Vanligtvis är karriären den motsatta, dvs tekniskt utbildade innehar befattningar inom top-management. De flesta verkställande direktörer inom de intervjuade företagen har en ingenjörsexamen.

Forskarna har numera generellt sett en högre utbildningsnivå och ökad specialiseringsinriktning än som tidigare var fallet. Kvalificerat kunnande, inte finansieringskapital, är ofta flaskhalsen vid utveckling av nya produkter. För de ”nya” SPF-företagen har, som nämnts, inriktningen måst ändras från i huvudsak effektivitetsförbättringar till krav på en mer innovativ forskningsmiljö. Nya, mer marknadsanpassade produkter, ofta till kunder utan kemisk kun-

skap, fordrar forskare med djupare *rent* kemiska kunskaper. Förr arbetade ofta produktionsingenjörer på FoU-avdelningarna; med SPF-marknadens krav på kreativitet över hela kemiområdet räcker deras kunskaper ofta inte till.

Utbildningsnivån har höjts avsevärt, men detta har skett i samhället som helhet. Många av de intervjuade kemiföretagen uttryckte ett missnöje över svensk utbildningspolitik. Den grundläggande naturvetenskapliga bildningen ansågs för smal för dagens produkter, som alltmer kräver tvärvetenskapliga lösningar med en blandning av kemi, fysik, biologi och rent tekniska inslag. Dessutom framhöll flera av företagen att utbildningarna i ökad utsträckning bör marknadsanpassas. Större delen av de utexaminerade teknikerna kommer att arbeta i näringslivet, men lönsamhetstänkandet saknas ofta helt. De intervjuade uttryckte också starka önskemål om en ökad integration mellan näringsliv och tekniska högskolor.

5.3.2 Rekrytering

Bland de företag som inte tyckte sig ha några svårigheter att rekrytera sades anledningen ofta vara företagets goda rykte. Läkemedelsföretagen ansåg sig genomgående inte ha några rekryteringsproblem; är man expansiv och ligger först teknologiskt räcker detta som ”dragkraft”. Forskare lockas till företag som har intressanta FoU-program, dvs som ligger i täten av FoU inom respektive specialisering. En välutvecklad satsning på FoU med stora resursanslag lockar även till sig de bästa forskarna. Att företagen kan erbjuda bättre löner än universiteten är ytterligare ett lockbete.

Företagen utanför storstadsregionerna anser personalfrågan vara ett problem. Det är inte bara svårt att locka till sig kvalificerad personal som är van vid större städernas fritidsutbud, det gäller också att hitta en anställning åt make/maka. De mindre företagen upplever i allmänhet större svårigheter med rekryteringen än de större företagen. Förklaringar till detta kan vara att man

- måste ha ett bredare kunnande i ett mindre företag
- ej har möjlighet att erbjuda internutbildning för kunskapskomplettering i samma utsträckning som i större företag.

På grund av svensk skattelagstiftning och det allmänt lägre löneläget för akademiker i Sverige är det näst intill omöjligt att anställa kompetent personal från utlandet. Detta är en broms för ökad internationell expansion. Vissa skattelättnader har dock nyligen införts, vilket möjliggjort för exempelvis Ferring att anställa en engelsk forskare som FoU-chef.

5.4 Forskning och utveckling (FoU)

Den allmänt förekommande definitionen av företagens FoU-kostnader är SCBs som i sin tur använder sig av OECDs definitioner och indelningar (se bilaga 2 för fullständig definition). Definitionen är tämligen vag och de intervjuade uttryckte en allmän skepsis beträffande kvaliteten hos dessa FoU-data.

SCB pekar också på brister i sina data eftersom FoU-statistiken ännu inte är fullt utbyggd. SCBs siffror i följande tablå är t ex storleksmässigt underskattade (SCB U 1984:20). Läkemedelsföretagens redovisade siffror följer SCBs och LIFs (Läkemedelsindustri-föreningens) normer och eftersom de har en lång tradition att redovisa FoU-statistik offentligt ger dessa förmodligen en rättvis bild. De tre läkemedelsföretagen höll sin FoU-andel av omsättningen på en tämligen konstant nivå under 70-talet, men en ökad lönsamhet i företagen i början av 80-talet möjliggjorde för Ferring och Pharmacia att öka sina andelar. En stor skillnad finns mellan läkemedels- och kemiföretag. Genomgående spenderar läkemedelsföretagen mer än den dubbla andelen av total omsättning på FoU än kemiföretagen. Dessa har i sin tur fortfarande en mindre forskningsandel av total omsättning än genomsnittet för svensk industri.

Beträffande de mer renodlade kemiföretagen bör siffrorna inte tolkas exakt utan mer som en fingervisning. De som uttalat börjat inrikta sig på SPF under perioden ville ej lämna ut uppgifter och ifrågasatte också FoU-data i allmänhet. Skall både en investering i en ny laboratoriebyggnad och ett uppköp av ett företag med specialkompetens för att utveckla en ny produkt räknas som FoU-kostnader? Eftersom det ligger en viss prestige i att redovisa höga FoU-kostnader kanske vissa företag också försöker höja sina andelar genom att inkludera "tveksamma" omkostnader.

Sveriges kemiindustri anses "av tradition" vara liten i jämförelse med total industriproduktion internationellt sett. Detta förhållande speglas också i FoU-statistiken. Pavitt (1980) anser att svensk kemiindustri ligger efter om man mäter "framföringen" med erhållna patent per capita. Problemet för de flesta företag anses inte vara finansieringen av nya projekt och investeringar utan bristen på kunskap. Generellt uppgav de intervjuade företagen att FoU-andelen av omsättningen ökat betydligt sedan 1975 och speciellt då för företag som under perioden börjat inrikta sig på SPF. Detta faktum understryks av att större delen av nyanställningarna på senare år gällt FoU- och marknadssidan.

Andelen vidareutveckling respektive nyutveckling av produkter är ungefärliga uppskattningar. För kemiföretagen kan dessa variera tämligen kraftigt år från år beroende på tillfälliga marknadssituationer. Produktionsstöd för en vara med kvalitetsproblem, behov av

Tabell 4 Forskning och utveckling efter inriktning av omsättning 1984
Procent

	FoU av omsättning	FoU-inriktning, %		
		Vidareutveckling	Nyutveckling	Basforskning
<i>Nya SPF-företag</i>				
Bergvik	2-3	85	15	
Berol	^a	25	75	
Boliden Kemi	^a	35	65	
EKA	6	80	20	
Karlshamn		–	–	
<i>Gamla SPF-företag</i>				
Bofors	7	50	20	30
Perstorp	4-8	–	–	
Probel	6-7	60	40	
<i>Läkemedelsföretag</i>				
Ferring	22	–	–	
KabiVitrum	12	40	40	10
Pharmacia	14	30	60	10
<i>Kemisk industri (351+352 exkl 3522)^b</i>				
	2,1			
<i>Läkemedelsindustri (3522)^b</i>				
	12,3			
<i>Svensk industri (2+3)^b</i>				
	2,2			

^a Siffror ej tillgängliga.

^b Nummer inom parentes anger SNI-beteckning. Talen för 1983.

Källor: SCB, IUI.

nya produkter, krav på miljösanering osv kan vara orsaker till variationen. Någon generell tendens mellan grupperna kan ej heller urskiljas.

I allmänhet kan en decentraliseringstrend i FoU-verksamheten skönjas. Från att ha varit en stabsfunktion i de flesta företag sker numera större delen av FoU-verksamheten inom respektive affärsområde. En nära kontakt med marknaden är nödvändig för att företaget skall kunna följa den tekniska utvecklingen och kundernas krav. Omorganisationen har två syften, dels en närmare och mer informell kontakt med försäljningspersonalen för att snabbt och direkt kunna lösa marknadens problem och samtidigt kunna utveckla nya produkter efter marknadens önskemål. Dels påverkas forskarna också indirekt av marknadens lönsamhetstänkande, en kost-

nadsutveckling som framför allt forskare tagna direkt från universitetet saknar. Omorganisationen innebär i de flesta fall att forskningsmiljön bevaras. Därmed får också idéer och uppslag lätt att komma fram, både genom korsbefruktningen men också genom rena tillfälligheter.

5.4.1 Vad bestämmer valet av forskningsprojekt?

Läkemedelsföretagen och de äldre specialkemikalieföretagen ger intryck av att ha en uttalad filosofi bakom valet av projekt. Därmed är inte sagt att gränserna är snävare produktmässigt, dvs att det nya projektet måste passa in i det befintliga produktsortimentet. Perstorp är bland kemiföretagen det som har störst forskningsverksamhet inriktad på nya verksamhetsområden genom utvecklingsföretaget Pernovo (Perstorp New Business Development). Av de 300 projekt/år som genomgår en snabbgranskning tas tre à fyra fram för kommersiell prövning. Dessa utvecklas inom Pernovo tills produkten har nått en sådan omsättning och mognad att den kan bli ett eget affärsområde inom Perstorpkoncernen. Av Perstorps omsättning 1985 är 20 % resultatet av Pernovos satsningar (se även Eliasson – Granstrand 1987).

Förutom det självklara lönsamhetskriteriet, vilket i allmänhet är svårt att tillämpa i FoU-verksamhet, finns en diger lista på faktorer som utkristalliserar framtida forskningsprojekt. De ”nya” SPF-företagen uttrycker framför allt kund Anpassningen som huvudkriterium, ett resultat av den nyligen omvända inriktningen från produktionsinriktad forskning. Övriga företag uttrycker egentligen samma sak men i mer sofistikerade termer, t ex att forskningsprojektet skall passa företagets uttryckliga affärsfilosofi. Ofta tvingas en satsning fram för att upprätthålla marknadsandelar gentemot konkurrenterna. En bedömning om framtida marknadspotential görs, liksom av utvecklingstid och kostnader. Ett projekt kan också anses komplettera företagets övriga forskning, även om projektet i sig inte tros ha en stor marknadspotential. Mycket sällan satsas på utveckling på produkter som bedöms som icke lönsamma.

5.4.2 Idégenerering och spridning

Samma uppdelning av företagen som vid val av forskningsprojekt kan göras. En strävan efter lyhördhet inför kunderna och marknaden kännetecknar de nya SPF-företagen. Ibland uppstår idéer av en tillfällighet vid utveckling av andra produkter. När Berol utvecklade en ny kallvalsningssvets för aluminium tillkom ett hundratal ej tidigare kända molekyler. De gamla SPF-företagen har en mer utvecklade strategi, vilken kan inkludera följande moment:

- Litteraturbevakning, i allmänhet en dålig idékälla.
- Rutinmässig screening av vissa kemiska föreningar för att se deras reaktioner och möjligheter i produkterna.
- Brainstorming med forskare, marknadskunniga etc.
- Deltagande i olika nationella och internationella seminarier; gäller främst läkemedelsföretagen.
- Företagens forskare som medlemmar i arbetsgrupper vid IVA, STU, universitetsutskott etc.

Ett företags FoU-verksamhet genererar också idéer till andra företag, s k spill-over-effekter. En undersökning av detta (Bernstein och Nadiri, 1983) visar preliminärt att ca 25 % av ett kemiskt företags FoU kommer till konkurrenternas vetskap och nytta.

En fara med den snabbt växande FoU-verksamheten i företaget är att den naturliga informella kontakten mellan forskarna försvinner. Företagen strävar efter att lösa detta problem organisatoriskt. Ett exempel är Perstorp, som har fem nivåer för att kunna täcka in och även uppmuntra kreativiteten hos företagets alla anställda. Utöver decentraliseringen av FoU-verksamheten till respektive affärsområde har Perstorp en forskningsstiftelse för externt finansierade utvecklingsprojekt samt en s k VD-fond i vilken anställda kan erhålla finansiering för utveckling av egna idéer. Därmed finns en större frihet att satsa på uppslag utan att riskera lönsamheten för affärsområdet i fråga. Idéer utifrån – t ex från engagemanget i forskarbyn Idéon i Lund – hoppas utvecklingsföretaget Pernovo kunna plocka upp.

Personliga kontakter är mycket viktiga. Hos Ferring träffas en intressant samling av framstående forskare på peptidhormonområdet några gånger per år. Ferring Colloquium, som det kallas, är i huvudsak äldre kontakter till Ferings grundare, som är expert på området. Den externa idéspridningen är en viktig del av marknadsföringen för läkemedelsföretagen. Genom publicering av sina senaste upptäckter och preparat lockar man kunder till sig.

5.4.3 FoU-samarbete

Samarbete inom forskning och utveckling sker på många olika sätt, både mellan företag och i kontakter med universitet, högskolor och andra institutioner. Speciellt för de mindre företagen, som är mycket små med internationella mått mätt, är samarbete ett livsvillkor. Det är varken möjligt eller önskvärt att hålla all kunskap inom företaget. Genom att utnyttja specialkunskaper utanför det egna företaget kan utvecklingstiden för projekten i allmänhet förkortas avsevärt och kostnaderna nedbringas, samtidigt som nya kunskaper tillförs företagen. Ett samarbete ökar referensramarna betydligt; i stället för enbart ett företags kontaktnät finns också samarbetspartners.

De personliga kontakterna spelar en mycket stor roll. Även om företagsledningarna sinsemellan gör upp affärsvillkoren, förenklas arbetet betydligt om kontakten, och förhoppningsvis även förtroendet, redan finns forskarna emellan. Det är de som skall utföra det egentliga arbetet! Kontakterna på chefsnivå är inte försumbara. Några av de verkställande direktörerna i studiens kemiföretag träffas exempelvis årligen för att hitta eventuella samarbetsprojekt.

Hur bedrivs då samarbetet? Mellan företagen förekommer samarbete på alla nivåer; från att utgöra en del i försäljningsstrategin till köp av tjänster från ett företag. I ett annat perspektiv kan uppköp av ett företag med specialkunskaper ske, ett "joint venture" kan organiseras osv. Samägda bolag bildas ofta runt den samframforskade produkten.

Valet av samarbete, eller köp av en tjänst, beror på var kunskapen finns samt på avvägningen mellan tid och kostnad. Svenska universitet och högskolor är betydligt billigare men tar i gengäld längre tid på sig än kommersiella institut. Tester, men också biokemiska tillämpningar, har företagen inte tillräckliga kunskaper för. De läggs ibland ut på utomstående institutioner.

Kemiföretagen uppfattar ofta sin försäljningsstrategi som att lösa kemiska problem. Många försäljningar tar därför formen av ett samarbetsavtal där säljarens kunskap appliceras på kundens behov (se vidare avsnitt 5.5.3).

Några företag tyckte att sådant samarbete var svårare med svenska företag än med utländska. Finns det en specialiseringssträvan så att inga svenska företag inbördes skall konkurrera? Om så är fallet skulle en förbättringsidé av en redan marknadsetablerad produkt kvävas i sin linda om idén kommer från en potentiell konkurrent. I takt med att företagen förlägger en allt större del av tillverkningen utomlands ökar också forskningsinsatsen utanför Sveriges gränser. Perstorp anser det direkt farligt att förlägga all FoU till orten Perstorp. Även de utländska produktionsenheterna måste erfa den stimulans det innebär med forskning "under taket" för att utvecklas. Många av dessa var redan etablerade företag med fungerande FoU-enheter innan de köptes av det svenska företaget.

Vad gäller samarbetet mellan företag å ena sidan och universitet, högskolor och branschinstitut å den andra, har läkemedelsindustrin en avundsvärd position. Flera av de svenska läkemedelsföretagen är framväxta ur apotekarnäringen, medan de flesta internationella konkurrenterna utvecklats inom kemikoncerner. Den tidiga satsningen på en utbyggd och allmän svensk sjukvård gynnade läkemedelsindustrins utveckling i landet. Företagen hade tidigt kontakt med den akademiska världens medicinska forskning, när det gällde nya produkters utveckling. Samarbetet har alltså en tradition genom att läkemedelsföretagen under lång tid bedrivit forskning efter

nya preparat. Den bulkinriktade kemiska industrin har i stället haft en processinriktad forskning, dvs rationalisering och effektivisering för billigare tillverkning har varit huvudmålet. Denna kunskap fås i allmänhet ute i näringslivet, och en teoretisk utbildning på doktornivå är ej nödvändig. De flesta kemiföretagen uttryckte en önskan om ett betydligt utvidgat samarbete med universitet och högskolor men tycker att en nomenklaturskillnad föreligger. Teknisk utbildning i Sverige har inte följt med näringslivets krav, och näringslivet verkar vid en internationell jämförelse också ha mindre samarbete med högskolor och universitet (Utterbach-Reitberger, 1982). Detta verkar även gälla kemisektorn. Företagen använder de vanliga kanalerna med uppdrag som läggs ut på högskolorna, typ doktorsavhandlingar, examensarbeten och andra projekt. Tyvärr ger detta inte alla gånger konkreta resultat, men den viktiga personliga kontakten är upprättad inför framtiden med möjlighet till fördjupning på längre sikt. Företagen försöker också väcka intresse för sin verksamhet genom anordnande av seminarier och studiebesök för högskolestuderande.

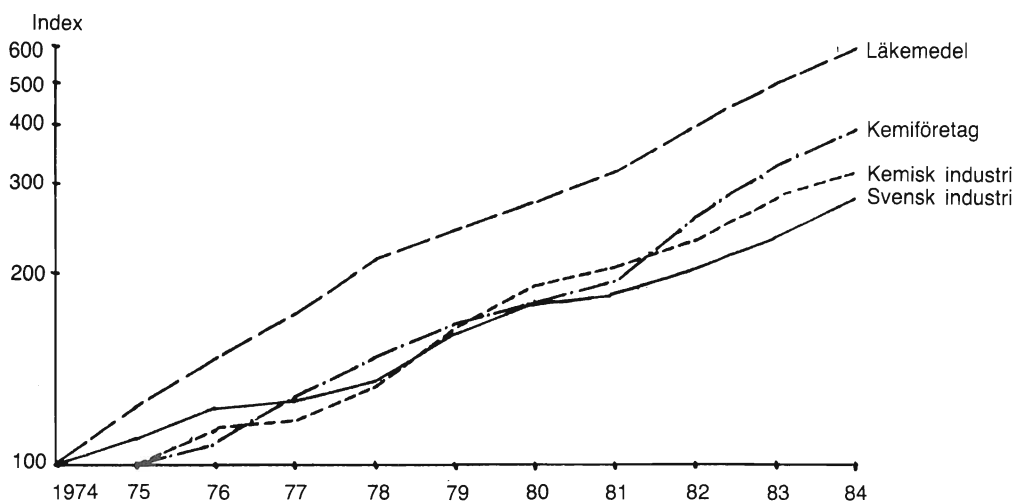
Kontakten mellan företag och universitetsvärlden har helt naturligt en stark regional anknytning. Av detta följer att de mer avsides belägna företagen, t ex Bofors och Bergvik, har de största svårigheterna när det gäller detta kontaktskapande.

5.5 Marknadssituation

De intervjuade företagen har haft en betydligt högre ökning av omsättningstakten än både total industri och kemisk industri, vilket kan ses i figur 4, som visar indexerad omsättningstakt på en logaritmisk skala. Inkluderat i företagens siffror finns utlandsproduktion. Den kraftigaste tillväxten har läkemedelsföretagen, vilka konstant dragit ifrån sedan tabellens basår 1974. Studiens kemiföretag följde relativt väl kemisk industris tillväxt fram till 1981, då de förra började öka snabbare. Under första hälften av perioden växte total svensk industri snabbare än den kemiska, framför allt beroende på den första oljekrisen 1974, som gjorde att kemisk industri stagnerade även i löpande siffror.

Om vi ser till de individuella företagens omsättningstillväxt (tabell 5), kan vår gruppindelning skönjas igen. Läkemedelsföretagen med Ferring i spetsen har ökat mest. Företagen med SPF-inriktad produktion före 1970 ligger tätt därefter med undantag för Probel med dess index på över tusen enheter. Uppgifterna tar inte hänsyn till företagsköp och försäljningar, liksom ej heller till omorganiseringar utan anger omsättningen för den totala enheten varje år. Framför allt Probels höga indexvärde beror på det sistnämnda. De

Figur 4 Omsättningsutveckling 1974–84
Log skala



Källor: SCB, IUI.

tidigare baskemikalieproducenterna har en betydligt mer modest ökning, förutom EKA som befinner sig mellan de två kemiföretagsgrupperna.

5.5.1 Konkurrenter

Konkurrenter till ett visst företag är svåra att urskilja eftersom de flesta har mycket differentierade produktprogram. Varje företag

Tabell 5 Omsättningsindex 1984
Index 1974 = 100. Löpande priser

<i>Nya SPF-företag</i>	
Berol	197
Boliden Kemi	288
EKA	487
<i>Gamla SPF-företag</i>	
Bofors	543
Perstorp	479
Probel	1 113
<i>Läkemedelsföretag</i>	
Ferring	777
KabiVitrum	500
Pharmacia	676

Källa: IUI.

möter i allmänhet olika konkurrenter på olika produktmarknader, med undantag för Boliden som har minst en konkurrent i varje väst-europeiskt land med liknande sammansättning av produktutbudet. Generellt har finkemikaliemarknaden en hårdare konkurrens än prestatationskemikalierna, eftersom de förra är helt jämförbara vad gäller innehållet. Det råder alltså en ren priskonkurrens mellan finkemikalier av jämförbar renhetsgrad. Svenska företag, med ett i allmänhet högre kostnadsläge, måste därför erbjuda en specialkompetens. Bofors har ökat sin andel enkundsprojekt, dvs framtagning av en viss produkt enbart för en kund, betydligt de senaste tio åren utan att för den delen öka exporten.

Specialkemikalier befinner sig i allmänhet på en oligopolmarknad som ofta är mycket lönsam. De stora multinationella företagen bjuder ut ett brett spektrum av specialkemikalier. På bekämpningsmedelssidan kommer konkurrensen från de allra största företagen, speciellt de som även tillverkar läkemedel. Ytkemikalier, där Sverige har ett gediget kunnande, har både tämligen stora men också mindre producenter av samma storlek som de svenska företagen, typ EKA och Berol. På papperskemikaliesidan finns det ofta olika lösningar på ett problem som ger i stort sett samma resultat. Tvättmedelsråvaror präglas av stor pris- och kvalitetskonkurrens, liksom organiska mellanprodukter där världsmarknadspriserna för närvarande är knappt mer än kostnadstäckande. Både EKA och framför allt Boliden marknadsför vattenreningskemikalier, där de senare praktiskt taget har monopol på svensk kommunal vattenrening. Inom verkstadskemikalier är det Perstorp, Berol och Karlshamn som konkurrerar med samma koncept (miljöofarligt och energivänligt) men med olika produkträvaror. Bergvik möter konkurrens främst från de amerikanska Exxon och Hercules med produktionen av fettsyror och hartser. Genomgående har konkurrensbilden ändrats radikalt för de nya SPF-företagen när steget togs från enbart baskemikalieproduktion. Detta gäller om inte de tidigare konkurrenterna på baskemikaliemarknaden ändrat sin produktionsinriktning mot ett liknande SPF-sortiment som de studerade företagen, vilket i allmänhet ej verkar vara fallet.

De svenska läkemedelsföretagen strävar efter att vara unika med sina preparat. Det är varken speciellt lönsamt eller utvecklande att masstillverka huvudvärkspulver etc. Originalpreparaten är licensskyddade den första tiden och möter liten konkurrens. Företagen måste då se till att täcka preparatets utvecklingskostnader innan konkurrens uppstår från de s k synonym- eller generikapreparaten, dvs läkemedel med samma aktiva substans som originalpreparatet. I Sverige har en diskussion förts om marknaden endast skulle tillåta två preparat med liknande verkan för försäljning, en relativt otrolig åtgärd med tanke på det sätt på vilket den tekniska produktutveck-

lingen i industrin går till. Läkemedelsföretagen möts också av allt fler restriktioner, prisbestämmelser etc på de olika nationella marknaderna och måste anpassa sig därefter. I framtiden kommer priset att spela allt större roll, eftersom det i högre grad är administratörer snarare än läkare på kliniker och sjukhus som anskaffar sjukvårdsprodukter och läkemedel.

5.5.2 Prissättning på marknaden för specialprodukter

I äldre ekonomisk teori kännetecknas producenten som pristagare vid fri konkurrens, dvs marknadens efterfrågan styr priserna. Baskemikalieförsäljning uppfattas ofta som en sådan "fri" marknad om man bortser från faktorer som tidsmässig leveranssäkerhet och kontrakt på hel- eller halvårsbas. En baskemikalie är en homogen och kemiskt lättdefinierad vara som säljs för sitt innehåll. Detta gäller till stor del även finkemikalier med undantaget att renhetsgraden, dvs kvaliteten, spelar större roll.

Vad gäller SPF-kemikalier blir prissättningsstrategin annorlunda. Företagen priskonkurrerar sällan direkt, utan hänsyn måste tas till en mängd olika faktorer vid prissättningen. FoU-kostnaderna för produkten skall spridas ut över en antagen försäljningskvantitet. Prissättning av en ny och unik produkt är osäker då inte konkurrenternas priser finns som riktmärken. Andra osäkerhetsfaktorer är hur produkten kommer att tas emot av marknaden och hur länge det dröjer innan konkurrentprodukter etableras.

Priset sätts med ett lönsamhetskrav i botten samt ett ytterligare tillägg beroende på vad marknaden bedöms tåla. En uppskattning av kundens värdering av produkten kan göras, vilken då bestämmer priset. Genomgående kan sägas att ju mer unik produkten är, desto högre är priset. Mycket av försäljningen avser enkundsprojekt eller utvecklingssamarbete mellan säljare och köpare då priset bestäms genom anbudsörsäljning. Om produkten säljs som insatsvara till ytterligare processer kan priset på produkten tas ut som procentsats eller del per produktionsenhet av tillverkningen i nästa förädlingssteg.

På denna typ av kundorienterade marknader för specialprodukter tenderar producenter och användare att växa ihop, genom att företagen bygger ut en omfattande marknadsförings- och serviceorganisation. Denna organisation utgör en ofta avgörande konkurrensfaktor hos de framgångsrika svenska storföretagen och ett kraftigt hinder för konkurrerande nyetablering. Den förklarar i allt väsentligt de svenska storföretagens internationella expansion (se *De svenska storföretagen*, IUI, Stockholm 1985).

Lönsamheten bland SPF-tillverkarna har varit ett problem. Speciellt har detta gällt dem som nyligen inriktat sig på SPF-produktion

och som har haft svårt att bedöma kostnaderna från FoU till färdig produkt. Med SPF-inriktad produktion har som nämnts andelen anställda inom forskning och marknadsföring ökat, vilket även innebär ökade kostnader. En nischproduktion innebär också både satsning på ökad teknologibas och kundorientering, dvs ökade resurser och kostnader i två fack (Bjursten, IVA rapport 280).

Läkemedelsföretagen har betydligt hårdare prissättningsrestriktioner, vilka också skiljer sig mellan olika länder. Dessutom skall priset inte bara täcka produktens totala utvecklingskostnader, utan förväntas också inkludera en del av kommande forskning. Denna är betydligt dyrare per produkt än den kemiska industrins, framför allt beroende på utförligare test- och registreringskrav. I framtiden förmodas priskontrollen bli strängare, eftersom samhällets sjukvårdskostnader måste minskas (SOU 1980:33 och OECD, 1985). Läkemedelspreparaten är en av de få kostnader som i detalj kan specificeras inom sjukvården. De löper därför risken att drabbas först.

5.5.3 Marknadsprofil

Knappast något av de undersökta företagen försöker alltså priskonkurrera. De marknadsför sina produkter med andra medel. Att enbart utveckla produkter är inte behäftat med så stora problem utan en kombination av betingelser krävs för framgång. Produkten skall komma "rätt i tiden" och lanseras på ett riktigt sätt. Dvs, medel måste finnas för att kunna lära och övertyga kunderna varför just "den här" produkten är bra. Förutom att det ställs helt andra krav på försäljarens kunskaper än vid baskemikalieförsäljning kan tre huvudsakliga försäljningsmetoder urskiljas.

Kunskapsförsäljning innebär att företagen försöker skapa sig en image som problemlösare med målet att förbrukarna (ofta vidareförädlare) vänder sig till dem för att få lösningar på sina produktionsproblem. Applikationskunnandet kring produkten är av största betydelse eftersom kraven på miljön i vilken produkten skall verka skiljer sig från köpare till köpare. Kundkontakten blir djupare. Större delen av försäljningen bland kemiföretagen bygger på *kundsamarbete* som ofta tar formen av något slags gemensam utvecklingsverksamhet. Samarbetsformen innebär också kontinuitet i kundrelationen (om den fungerar) och bygger upp en lojalitetskoppling och ett förtroende för framtida affärsavtal. *Systemförsäljning* är en tredje utmärkande faktor, speciellt för företag som nyligen inriktat sig mot SPF-verksamhet, s k kodakfilosofi. Detta innebär försäljning av en total lösning på ett problem; teknisk apparatur, förbrukningskemikalier och framför allt kunnande. Systemförsäljningen tar form av ett slags konsulttjänst och kännetecknas av servicefunktioner som utbildning och/eller teknisk installation före, un-

der och efter försäljningen. Vinsten görs ofta på förbrukningsvarorna eftersom kunden är bunden till produkter anpassade till apparaturen. Boliden tror t o m att inom en snar framtid kommer några av deras anställda att permanent stationeras hos deras största kunder.

Som Okun (1981) visat är kundtrogenheten stor även på en homogen marknad som stål, eftersom köparna värdesätter kunskapen om producenten mer än ett lägre pris. På SPF-marknaden, med dess produktstruktur och komplicerade försäljningssätt, torde kundtrogenheten vara än större.

Ett mått på systemförsäljningens storlek är andelen försäljning av produkter tillverkade av andra företag, vilken visas i tabell 6. Speciellt gäller detta komplementprodukter som företagen inte kan producera själva, t ex teknisk utrustning. Framför allt de "nya SPF-företagen" avses, i den mån de sysslar med systemförsäljning. EKAs Compozilsystem, liksom Karlshamns skärvätskeprogram, kompletteras till en liten del av inköpt apparatur. Probels andel, 15 %, utgörs till stor del av hårdvara inom "food systems", som dock inte räknas till SPF-produktionen. Försäljningen av andra tillverkade produkter innebär också agenturförsäljning. Framför allt läkemedelsföretagen säljer varandras preparat på olika marknader, men även kemiföretagen marknadsför andra företags produkter utomlands om produkterna vänder sig till samma marknader som det egenproducerade sortimentet. Berol marknadsför exempelvis vissa produkter för Probel och Perstorp i Japan.

Tabell 6 Försäljning av produkter tillverkade av andra företag, 1984

	% av total försäljning
<i>Nya SPF-företag</i>	
Bergvik Kemi	0
Berol	25
Boliden Kemi	5-8
EKA	10
Karlshamn	5
<i>Gamla SPF-företag</i>	
Nobel Kemi	5-10
Perstorp Kemi	2-3
Probel	15
<i>Läkemedelsföretag</i>	
Ferring	10
KabiVitrum	mer utomlands
Pharmacia (Meda + Famaco)	7

Källa: IUI.

För läkemedelsföretagen är gränsen mellan FoU och marknadsföring i många fall flytande och genom seminarier, kurser och publicering av sina forskningsresultat framstår de många gånger primärt som utbildare snarare än säljare.

Begreppet miljö betonas ofta i samband med profileringen. Kemiindustrin omges traditionellt, och tidigare med viss rätt, av ett dåligt rykte ur miljösynpunkt. Ordet kemikalie har många gånger en negativt laddad mening innebärande nedsmutsning, farlig arbetsmiljö, allergier etc. Ibland har kemiindustrin dock oförtjänt fått kläskott när andra industrigrenar, dvs användarna av kemiprodukterna, handskats vårdslöst med kemikalierna och tredje man kommit till skada. Sverige har dock gått i bräschen internationellt med lagstiftning på miljövårdsområdet, hårda utsläppskrav och tester på medel som människor kommer i kontakt med.

Svenska kemiföretag har således skaffat sig en dyrköpt reningskunskap som flera nu hoppas kunna omvandla i internationell försäljning. Boliden Kemi säljer produkter för vatten- och avloppsrening till majoriteten av de svenska kommunerna, ett resultat av saneringen av deras egna produktionsutsläpp i slutet av 70-talet. Allergivänliga verkstadskemikalier har utvecklats av Berol, Perstorp och Karlshamn. Intressant i sammanhanget är de sistnämnda som i huvudsak tillverkar livsmedelsfetter och nu med rapsolja som råvarubas lanserat ett program av skärvätskor och sågkedjeoljor. En "naturlig" råvara i kemikalier och läkemedel låter betydligt vänli-

Tabell 7 Försäljning till slutanvändare och vidareförädling av total omsättning 1984
Procent

Försäljning	Slutanvändning	Vidareförädling
<i>Nya SPF-företag</i>		
Bergvik Kemi		100
Berol	20-30	70-80
Boliden Kemi	33	67
EKA	10	90
Karlshamn ^a	100	0
<i>Gamla SPF-företag</i>		
Nobel Kemi	1	99
Perstorp Kemi		
Probel	40-45	50-55
<i>Läkemedelsföretag</i>		
Ferring	80	20
KabiVitrum	90-95	5-10
Pharmacia	70-80	20-30

^a Avseende SPF-produkterna.

Källa: IUI.

gare för konsumenten. Biotekniken är inte bara billigare för läkemedelsföretagen att utnyttja utan är också lättare att sälja ur ren marknadsföringssynpunkt.

5.5.4 Kundkategorier

Med slutanvändning menas när produkten ej ingår som råvara i en annan; exempelvis lantbrukskemikalier, växtskydd, läkemedel och vattenreningsprodukter tillhör denna kategori. 80–90 % av läkemedelsföretagens produktion avsätts till slutanvändare. Inom Pharmacia minskar dock denna andel beroende på separationsförsäljningen. Förutom Karlshamns skärvätskeprogram, som enbart riktar sig till slutanvändare, samt för Bofors och Bergvik, där förhållandet är det omvända, säljer kemiföretagen 20–40 % av sin tillverkning till slutanvändare.

5.5.5 Försäljningsorganisation

En special- eller prestationskemikalie är i allmänhet tämligen unik även i ett bredare internationellt perspektiv. Detta är nödvändigt, speciellt för företag verksamma i ett litet land som Sverige. Utvecklingskostnaderna är för stora för att enbart en nationell försäljning till marknadspris skall kunna ge en lönsam produkt. Företagen tvingas alltså ut på världsmarknaden.

Generellt sett har företagen egna försäljningsorganisationer på sina största exportmarknader. I övrigt säljs produkterna genom agenter. Vanligtvis byggs en marknad upp genom att man först etablerar en agent, sedan ett eget försäljningsbolag och, som sista steg, produktion på platsen. Vi kunde inte spåra någon allmän policy för företagens utlandsetableringar. En väl fungerande agent sade sig flera företag vara nöjda med, medan andra tyckte att lockelsen är för stor att avstå från ökad lönsamhet och ta över själva när marknaden närmar sig en viss omsättning. I många länder ställer myndigheterna krav på nationell produktion eller gynnar de företag som tillverkar lokalt, vilket också fungerar som incitament för utlandsetablering.

Strategin beror också på typen av produkt respektive marknadens utseende. Om en produkt har en annan kundkrets än det ordinarie sortimentet ter det sig naturligt med agentförsäljare, typ Persatorps marknadsföring av sitt sårmedel. Andra företag kan inte tänka sig att ha en agent på samma geografiska marknad som ett dotterbolag. För att lösa ett sådant dilemma har Kemek blivit en annorlunda lösning. EKA, Billerud och Boliden har tillsammans bildat ett bolag som marknadsför deras verkstadskemikalier. Bergvik har bildat ett nytt affärsområde för sina SPF-kemikalier och sköter all sin försäljning genom fem personer trots att de har hela Europa som mark-

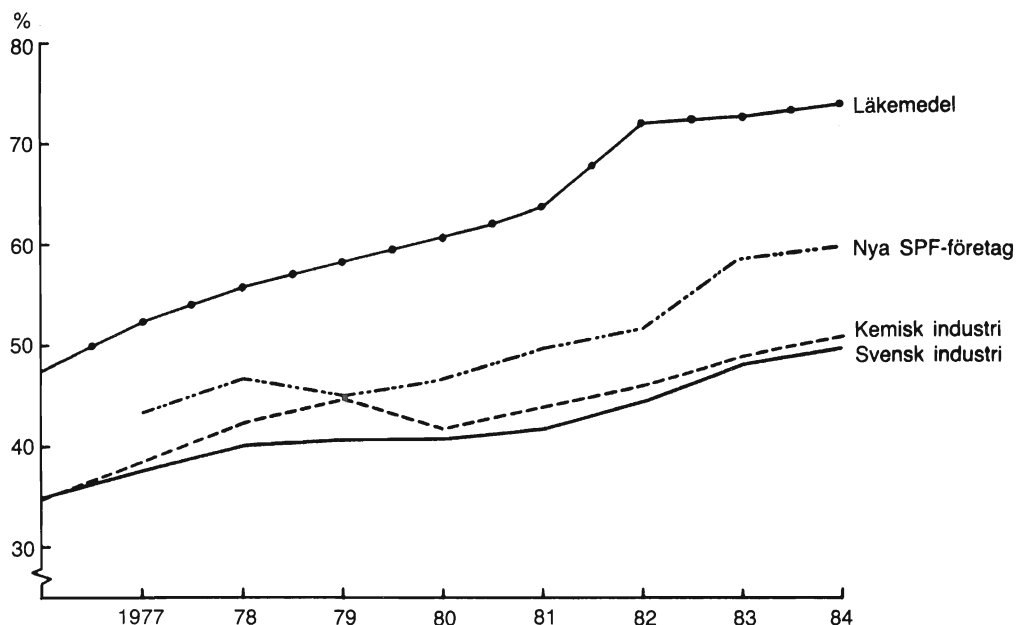
nad. Även Boliden säljer mycket litet genom agenter. Ju mer komplex systemlösning företagen har att erbjuda, desto mer tenderar de att sälja själva. Detta förklarar som redan påpekats i allt väsentligt de svenska storföretagens internationalisering (se vidare *De svenska storföretagen*, IUI, Stockholm 1985).

5.5.6 Utlandsfakturering

Export enligt utrikeshandelsstatistiken och utlandsfakturering enligt årsredovisningar är ej jämförbara eftersom de flesta företagen har producerande enheter utomlands. I tabell 8 ses att tillväxttakten för de fyra kemiföretag, som data fanns tillgängliga för under perioden, har legat i linje med svensk kemisk exporttillväxt men genomgående på 20 % högre nivå (se figur 5). Trots talet om den snabba internationaliseringen har inte företagens andel utlandsfakturering av total omsättning ökat snabbare än total svensk industris export, vars utveckling kemisk industri följt tämligen väl.

Alla företag har ökat andelen utlandsfakturering under perioden 1977–84, mest markant har läkemedelsföretagens utveckling varit, se figur 6. Bofors SPF-fakturering har dock minskat, beroende på ett större samarbete med Astra som underleverantör av finkemika-

Figur 5 Utlandsfakturering av total omsättning respektive export av saluvärde 1977–84



Källor: SCB, IUI.

Tabell 8 Andel utlandsfakturering, oviktad, och export 1983

	%
Studiens kemiföretag (av total omsättning)	65
Läkemedelsföretag (av total omsättning)	73
Svensk kemisk industri (export av saluvärde)	44
Svensk industri (export av saluvärde)	48

Källor: SCB, IUI.

lier. Perstorp har haft den minsta ökningen, endast dryga 10 %, medan andelen utlandsfakturering var 70 % redan i början av 70-talet.

5.5.7 Företagsköp utomlands

Ökningen av försäljningen utomlands är framför allt resultatet av uppköp av utländska företag. Som nämnts är inte storskalefördelarna i tillverkning speciellt stora. Vad som är viktigt är i stället förmågan att tillvarata olika idéer och kunnande för att hela tiden ligga ett steg före på respektive marknad. Att förvärva redan existerande företag ger flera fördelar jämfört med att starta eget. Dels köper det svenska företaget en inarbetad marknadskunskap och kundkrets, dels kommer man undan de importrestriktioner och speciella registreringskrav för importerade kemikalier som finns i olika former i många länder. USA och Frankrike är dessutom utpräglade marknader där kunden gärna köper inhemskt producerade varor. Företagsköpen utomlands kan också ses som en gardering för framtiden mot nya svenska lagar och restriktioner, bland annat den påtänkta utbyggnaden av produktregistret.

Dessutom finns den lokala närheten till utvecklingssamarbete med universitet, institut och andra företag. Dessa resultat överensstämmer med vad Bergholm och Jagrén (1985) funnit vara fallet för svensk industri generellt sett. Referensramen växer ofta starkt med varje utländskt företagsköp, dessutom minskar konjunkturkänsligheten (Jagrén, 1985). På längre sikt kan dessa investeringar bli mycket betydelsefulla, eftersom marknadsinvesteringar behöver tid för att nå full effekt.

Av de studerade företagen, för vilka data fanns tillgängliga eller där de ingår i koncerner, har alla utom Boliden etablerat dotterbolag, genom nystartande eller uppköp, på i genomsnitt ytterligare fyra utlandsmarknader under perioden 1978–84 (tabell 9).

Tabell 9 Antal utländska dotterbolag 1978 och 1984

Företag ^a	1978	1984
Berol	6	10
Bofors (koncern)	13	17
Boliden ^b	6	4
KabiVitrum	10	13
Perstorp	11	15
Pharmacia	15	20
Totalt	59	76

^a Med dotterbolag menas mer än 50-procentigt ägda.

^b Trots minskningen är två av de utländska dotterbolagen 1984 underställda Boliden Kemi, mot inget 1978.

5.5.8 Utlandstillverkning

Företagen med SPF-inriktning sedan länge har alla tre 40–45 % av produktionen förlagd utomlands. De som senare börjat med specialkemikalier har endast en liten del utlandsproduktion. Läkemedelsföretagen överensstämmer med den senare gruppen trots den stora andelen export, men däremot är deras forskningssamarbete mer internationaliserat. KabiVitrum har t ex enheter i USA och London och planerar att starta liknande verksamheter i andra länder. Här återkommer behovet av marknadsnärhet för forskarna.

Framför allt är USA landet som lockar med en enorm och mycket sofistikerad marknad men också med sin tätposition när det gäller teknologi och nya idéer. Föga överraskande finns svenskägda tillverkningsenheter i Västeuropa och även i Brasilien. Ferring och KabiVitrum ingår också i SSPC (Swedish Sino Pharmaceutical Company), som är ett samarbete mellan svenska läkemedelsföretag (Astra, KabiVitrum, Ferring, Ferrosan och Leo) och kinesiska staten, för uppförandet av en läkemedelsfabrik i Kina. Några svenska preparat från respektive företag skall licenstillverkas där, framför allt för den kinesiska marknaden, men också för övriga Asien.

6 Är specialkemikaliemarknaden ett tillväxtområde?

Specialkemikaliemarknadsföretagen har i intervjuerna visat upp en klar optimism. Förutom de intervjuades egen tro till sina produkters framtida framgång och just det faktum att specialkemikalier sagts

vara ett framtidsområde, har det för några olönsamma bulkkemikalieproducenter varit, om inte ett halmstrå, så en på papperet bra inriktning för framtida satsningar.

Är då SPF-sektorn en tillväxtmarknad? Som nämnts finns inga branschdata och inte heller kan eller vill företagen lämna ut lönsamhetsdata för SPF-produkter. Vad vi kan göra är dels att studera de reella tillväxttalen ur olika aspekter för företag med produkter på SPF-marknaden, dels att jämföra dessa med undersökningar om andra tillväxtmarknaders struktur.

I en studie om teknologisk och industriell utveckling av nya teknikorienterade företag i Sverige tog Utterbach-Reitberger (1981) bland annat upp ett antal framgångsfaktorer till diskussion. Även om dessa företag inte är äldre än tjugo år kan en jämförelse göras med de företag som gått från bulk- till SPF-produktion, då det för dem är fråga om en delvis ny teknikorientering.

De viktigaste faktorerna för företaget ansåg Utterbach-Reitberger vara:¹ kontrollsyn, relationsorientering, grundkoncept, balanserad tillväxt och målstyrd utveckling. Dessa fem kriterier igenkänns från resultaten och gäller i mångt och mycket de tre grupperna (läkemedel, gamla SPF-företag och de nya som inriktat sig på SPF-kemikalier under perioden) på respektive utvecklingsnivå.

Kontrollsynen märks i företagets ändrade försäljningsstrategi och relationsorientering i de interna organisationsförändringarna mot ökad decentralisering. Detta fyller två syften; dels närmar sig fler inom företaget marknaden direkt, dels blir internkommunikationen smidigare (Eliasson, 1985) och den decentraliserade enheten kan snabbare rätta sig efter marknadens önskemål när även forskarna befinner sig inom enheterna. Nästan alla de studerade företagen har decentraliserat verksamheterna betydligt under perioden. Perstorps och Probels utlandsetablerade företag befinner sig t o m under olika divisioners ansvar. Grundkonceptet blir en ändrad företagsfilosofi – exempelvis Perstorp definierar sig själva som ”kreativ kemi” och Pharmacia som ”problemlösare inom bioteknik och medicin”. Balanserad tillväxt under den studerade perioden har framför allt läkemedelsföretagen haft, men också Perstorp liksom

¹ *Kontrollsyn*, dvs förmågan att uppfatta marknadens önskemål och realisera dem på olika samverkningsnivåer med kunderna. Även *relationsorientering* har samband med detta, företaget samlar upp information utifrån och har förmågan att överföra denna till de anställda, som tillsammans kan omsätta information i praktiken. Ett *grundkoncept* som snarare är visionsstyrt och flexibelt i stället för detaljplanerat. *Balanserad tillväxt* med ett decentraliserat vinsttänkande, dvs alla produkter skall vara kostnadsbärande med jämn och hög tillväxt samt slutligen en *målstyrd utveckling* av företaget som medarbetarna upplever som intern motivation.

EKA. Detta har sammanhang med målstyrningen. Om företaget har valt rätt målsättning vare sig det gäller produktionsinriktning, lönsamhet eller marknadstillväxt, blir en balanserad tillväxt lättare att uppnå. Målstyrning är också något som ligger i tiden hos alla företag genom internutbildning och motivation. De flesta företag försöker genomföra detta i vetskap om att det slutligen är på de anställda företagets framgång vilar.

IUIs studie om de svenska storföretagen (Eliasson m fl, 1985) tar upp kännetecknen för framtidens svenska utlandsföretag. Ett klart samband mellan framgång och teknologi kan skönjas liksom att de mest avancerade företagen marknadsför komplicerade system med betydande kunskapsinnehåll och serviceuppbackning. Dessa företag försöker etablera sig på flera utlandsmarknader. De så kallade kulissföretagen eller potentiella storföretagen är kunskapsintensiva och satsar i större omfattning än andra på FoU och marknadsföring.

Speciellt läkemedelsföretagen, men även de äldre SPF-företagen har ovanstående egenskaper. De nya SPF-företagen har ännu inte hunnit växa till sig i rollen som framtida storföretag, men flera måste anses vara på god väg.

6.1 Reell tillväxt

Om vi ser på reella tillväxttal, hur ser då SPF-branschens framtid ut? I Klines rapport angavs två tillväxtvärden, ett aggressivt (3,1 %) och ett mer modest (2,8 %) för svensk kemisk industri under perioden 1980–85 (se tabell 10). Dessa tillväxttal tog hänsyn till recessionen 1981 och 1982 i europeisk kemiindustri liksom uppgången 1983–84. SPF-branschen, enligt Klines definition, skulle ha 5,5 % respektive 4 % årlig tillväxttakt under perioden 1980–85. Först efter 1985 beräknades tillväxten ta ordentlig fart. De aktuella siffrorna för första perioden befinner sig på en högre nivå – både för kemisk industri och framför allt för de studerade kemiföretagen (1985 ej medräknat). Med den stora exportandelen drog företagen stor nytta av devalveringen 1982, något som Klines rapport inte kunde förutsäga.

I tabell 11 visas andelen omsättning och anställda för de tre företagsgrupperna i relation både till total och kemisk industri. Mest markant är läkemedelsföretagens andelsökning. Deras andel av omsättningen i både svensk och kemisk industri har ungefär dubblats. SPF-företagen som varit inom sektorn före 1970 har också ökat sina andelar, däremot har de ”nya” SPF-företagen minskat sin andel av kemisk industri. Totalt har kemisk industri ökat en procentandel, både i omsättning och anställda, av total svensk industri under perioden. Nu ingår endast tre företag i var grupp, men det är ändå en indikation. Detta faktum förstärker också idén om sofistikerings-

Tabell 10 Tillväxt konstanta priser, 1980–85
Procent

	Kemisk industri ^a	Studiens kemiföretag	Läkemedelsföretag
1980	6,1	-2,2	0,2
1981	-1,6	1,3	7,1
1982	2,4	18,0	14,8
1983	9,6	15,2	11,1
1984	3,8	10,9	13,6
	4,1	8,6	9,4

^a SNI 351 + 352.

Källor: SCB, IUI.

Tabell 11 Andel omsättning och anställda av kemisk och total svensk industri 1974 och 1984

	Omsättning				Anställda			
	Svensk industri		Kemisk industri		Svensk industri		Kemisk industri	
	1974	1984	1974	1984	1974	1984	1974	1984
Nya SPF-företag	0,6	0,6	10,5	9,1	0,3	0,4	6,8	6,9
Gamla SPF-företag	0,4	0,8	6,3	11,9	0,3	0,5	6,8	9,1
Läkemedelsföretag	0,4	0,9	7,0	13,3	0,4	0,9	9,7	16,2
Alla studiens företag	1,4	2,4	23,8	34,3	0,9	1,8	23,2	32,2
Kemisk industri	6,0	7,1			3,8	5,7		

Nya SPF-företag = Berol, Boliden, EKA.

Gamla SPF-företag = Bofors, Perstorp, Probel.

Läkemedelsföretag = Ferring, KabiVitrum, Pharmacia.

Svensk industri = SNI 2+3.

Kemisk industri = SNI 351+352.

Källa: SCB industristatistik.

trappan. Givetvis beror detta till viss del på en ökad företagskoncentration inom branschen, men samtidigt som SPF-produktionen ökat inom företagen (tabell 2), liksom de studerade företagens andel av respektive koncern (tabell 12), kan sålunda SPF-andelen av total kemisk produktion i Sverige sägas ha ökat. Dessutom har kemiska produkters andel av total svensk industriproduktion ökat med 18 % och andelen anställda med 50 % mellan 1974 och 84.

Tabell 12 Företagens andel av koncernomsättning 1975 och 1984
 Procent
 Företagen inom parentes avser ägarna/koncernen

	1975	1984
<i>Nya SPF-företag</i>		
Bergvik Kemi (Stora)		6
Berol (Statsföretag)	5	8
Boliden Kemi (Boliden)	22	24
EKA (Iggesund)	14	24
Karlshamn (KF)	7	7
<i>Gamla SPF-företag</i>		
Nobel Kemi (Bofors)	11	23 ^a
Probel (KemaNobel)	12	14 ^a
Perstorp Kemi (Perstorp)	43	47
<i>Läkemedelsföretag</i>		
Ferring	100	100
KabiVitrum (Statsföretag)	5	13
Pharmacia	100	100

^a Avser 1983, innan Nobelindustrier bildades.

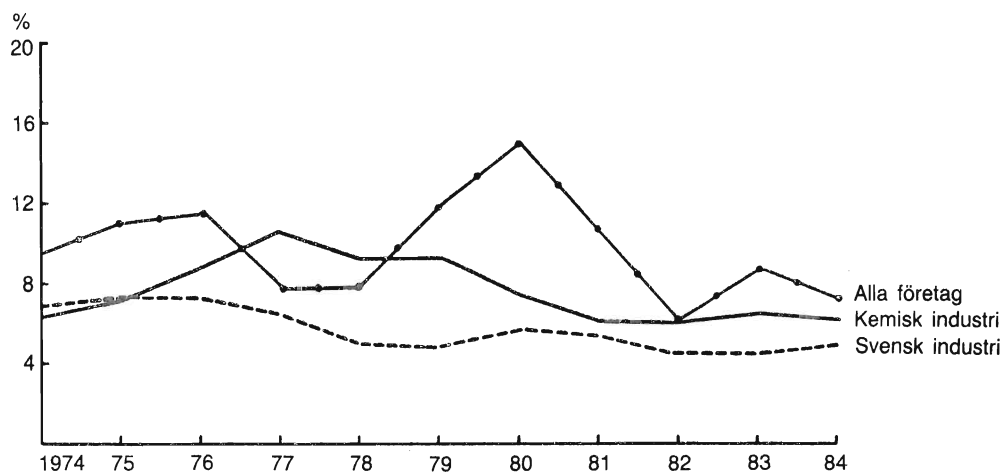
Källa: IUI.

6.2 Investeringar

Ett tydligt tecken på framtidstro är nyinvesteringar. Enstaka år kan ett företag försöka investera sig ur en kris, men på lång sikt är inte detta möjligt. En i allmänhet hög lönsamhet, speciellt hos läkemedelsföretagen, har möjliggjort stora nyinvesteringar. Som ses i figur 6a nedan har andelen bruttoinvesteringar av total omsättning för den svenska industrisektorn en svagt nedåtgående trend mot ca 5 %, medan kemisk industri sedan 1976 ligger på en konstant högre nivå. De senaste åren har andelen planat ut till 7 % från att ha legat vid 10 % under slutet av 70-talet. Till viss del beror detta på de miljöinvesteringar företagen var tvungna att göra. Företagen i studien, se figur 6b, vilkas investeringsandel visas som ovägda medeltal, når generellt en högre nivå, även om de under några år haft en något lägre investeringsandel än total kemisk industri. Läkemedelsföretagen har nästan konstant en högre investeringsandel än alla andra aggregat, i medeltal 12 % under perioden.

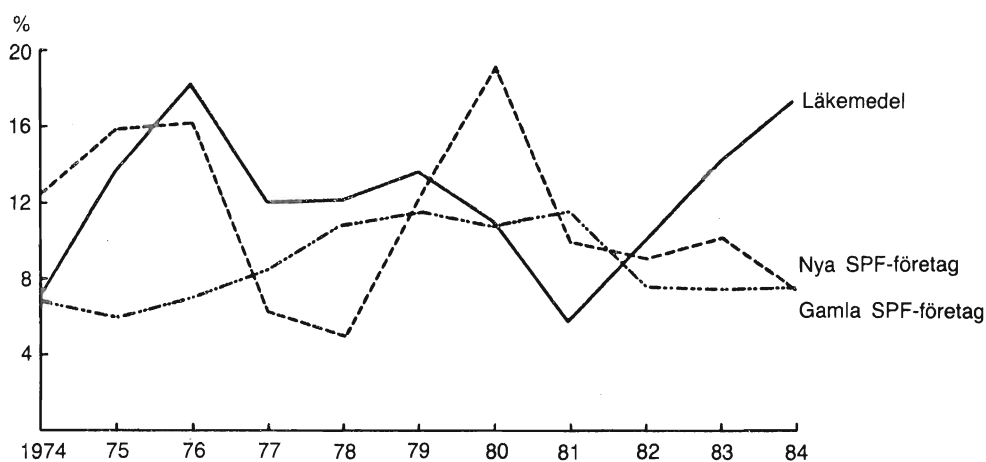
Investeringar är ej enbart nytt realkapital utan innefattar även kunskap som tillförs företaget antingen genom internutbildning eller via anställning av högre kvalificerade medarbetare. Den totala investeringsandelen kan antas ha ökat genom fler nyanställningar inom framför allt FoU. Dessa kunskapsinvesteringar måste dock ges

Figur 6a Bruttoinvesteringar av total omsättning, 1974–84
Medelvärde av företagens respektive investeringsandel



längre tid för återkastningskrav än de rent materiella – först skall de anpassas till företagets struktur (eller låta företaget anpassa sig till nya kunskapsinriktningar). Innan ett resultat kan framvisas, måste en ny produkt lanseras – och tiden från idé till vinstgenererande produkt är mycket lång; för läkemedelsföretagen kan det röra sig om ett decennium. Mohnen, Nadiri och Prucha (1984) har funnit tiden för FoU-investeringar att nå optimalt värde vara längre än för en vanlig kapitalinvestering.

Figur 6b Bruttoinvesteringar av total omsättning, 1974–84, studiens företagsgrupper



De studerade företagen har under perioden 1977–84 ökat exportandelen av total omsättning markant och det finns enligt företagen ingen anledning att tro att den avstannar förrän man når 90–95 % av total SPF-produktion. Ökade satsningar på utlandsmarknaderna kommer att ske, framför allt genom företagsköp för produktion och försäljning utomlands.

Var för sig behöver inte ovanstående indikationer betyda tillväxt, eftersom vi inte exakt kan urskilja vilken roll SPF-kemikalierna spelat inom företagen. Sammantaget har dock en god tillväxt ägt rum, vars storlek kan relateras till produktsortimentets sofistisering.

6.3 Framtida branschstruktur

För några år sedan talades det om behovet av samordning av svenska kemiföretag för att industrin skulle bli mer internationellt slagkraftig. Då såg man till storskalefördelar. Dessa motiv var förklaringen till att de svenska klorproducenterna gick samman i en godkänd kartell för att rationalisera leveranserna. Transportkostnaden spelar stor roll för bulkkemikalier som klor. I och med den allmänt ökande satsningen på SPF och därmed företagets större produktdifferentiering gäller detta knappast längre. Sammantaget kan strukturen sägas vara relativt tillfredsställande. I Sverige har kemisk industri en liten andel av tillverkningsindustrin, men inga större tendenser till dubblering av FoU-satsningen mellan företagen finns. Däremot inom ett företag kan FoU inriktad på ett område ske inom flera grupper för att chansen skall bli större att finna en lösning. I en differentierad kemiindustri karakteriserad av teknologisk konkurrens skall heller inte en dubblering (eller mera) av satsningen, som vi påpekat, uppfattas som ett problem. För det första kan det aldrig – hur nära företagen än tycks vara varandra – vara fråga om dubblering. För det andra är det ur själva mångfalden av närliggande satsningar som så småningom några få framgångar filtreras fram (se Eliasson, 1987).

Hur kommer då branschstrukturen att se ut i framtiden? I tillväxtbranscher försöker man numera ofta skapa ett innovativt klimat genom idébyar efter modell Silicon Valley. På forskarstadiet kan detta fungera. Ett exempel är det ”kemihus” i anknytning till KTH, som är under uppförande. Forskare med en kemisk idé för industriellt bruk kan hyra in sig med tillgång till kontor och laboratorier och den viktiga samvaron med andra forskare. För industriell tillverkning kommer troligen inte denna metod att fungera så bra för SPF-branschen. Först och främst möts kemiindustrin av en mängd test- och registreringskrav som inte gäller för databranschen. Tiden från idé till färdig produkt är betydligt längre för produkter med än utan

registreringskrav. En större finansiell bas samt kunskap, utrustning och personal behövs dessutom för dessa tester. Det stora trappsteget inom kemiindustrin är ej heller att utveckla nya kemiska föreningar, utan snarare hur man skall producera dem effektivt i industriell skala. Att driva ett litet företag med högkvalificerad tillverkning och nämnda registreringskrav är för komplicerat. I stället går forskare och uppfinnare i ökad utsträckning till företagen och säljer sina idéer, alternativt vidareutvecklar dem inom företagen. För de större företagen är detta ett sätt att skaffa sig projekt och nya utvecklingsriktningar, något som ibland kan vara svårt att skapa i FoU-avdelningar med inarbetade rutiner (se Eliasson-Granstrand, 1987).

Kommer branschen att erfara en ytterligare företagskoncentration, typ samgåendet mellan Bofors och KemaNobel, i dag Nobelindustrier? Bland de större kemiföretagen kan fler storskalefördelar knappast hittas. Företagsköp av den större ordningen i framtiden kommer snarare att bero på ambitiösa ledningar och placeringsvilliga finansiärer. Det kan spekuleras i vilken kategori Nobelindustriers köp av EKA faller. Utrymmet för fler sammanslagningar är begränsat. Risken att bli uppköpt av utländska intressenter finns, men motståndet mot internationella intressenter hos både fack och regering är så pass stort att köp av större svenska kemiföretag inte anses sannolika. Andra nordiska företag (Nestle respektive Norsk Hydro), som har köpt svenska bulkkemikalieanläggningar, har accepterats. Tänkbart är däremot flera s k joint ventures mellan svenska och utländska företag, framför allt då baserade utanför Sveriges gränser. De intervjuade läkemedelsföretagen väntade sig dock fler uppköp eller samgåenden beroende på de väldiga satsningar som krävs för att utveckla nya produkter. Etableringskostnaderna är redan höga och kommer med all sannolikhet att öka ytterligare.

Framför allt innebär detta hot gentemot de svenska läkemedelsföretagen. Det minsta av de intervjuade, Ferring, har inte saknat förfrågningar avseende uppköp, vare sig från större utländska eller från de svenska. Leo har 1986 införlivats i Pharmacia och många rykten har cirkulerat om ägarförändringar avseende KabiVitrum. Amerikanska läkemedelsgiganter har haft svårt att själva ta fram nyheter av det mer revolutionerande slaget och har i stället köpt upp små företag med duktiga forskningsenheter. De i sammanhanget små svenska läkemedelsföretagen är intressanta uppköpsobjekt med tanke på deras tillväxt de senaste åren.

En annan fråga är betydelsen av andra industribranschens intåg i kemisektorn genom uppköp (t ex Volvos köp av Pharmacia samt Cardo/Hillesjö). Dessa investeringar har sagts vara på lång sikt, något som måste utsträckas till mycket lång sikt för att den s k korsbefruktningen mellan de olika företagen och deras forskningsenheter skall fungera. I Volvos fall kan man tänka sig denna utveckling

mellan de olika företagen inom läkemedel respektive bioteknik, men också på sikt mellan de två sfärerna samt livsmedelssektorn.

Flera joint ventures eller små bolag samägda av företag med olika kompetensområden blir förmodligen allt vanligare. När produktionsprocesser, miljökrav etc tenderar att bli allt mer komplicerade har den kundvänliga men också mycket lönsamma systemförsäljningen alla förutsättningar att öka. Därmed kommer kravet på tekniska, biologiska och elektroniska kunskaper i kombination med avancerad kemisk erfarenhet också att öka. Ett möjligt scenario för de relativt små svenska företagen är samarbete dem emellan. I sin tur ställer detta krav på utvecklingspersonal och försäljare, vilka bör ha en mer tvärvetenskaplig teknisk utbildning.

6.4 Gynnsamma/begränsande faktorer för marknadens tillväxt på längre sikt

Trots en i många fall optimistisk syn på SPF-marknaden nämnde företagen i intervjuerna fler farhågor om framtiden än gynnsamma faktorer.

Litenheten är ett ord som förekom ofta när man talade både om styrka och svagheter hos svenska företag, litenhet i jämförelse med de internationella företagsjättarna ICI, BASF, Dow Chemicals etc. Många svenska företag är visserligen stora i sin nisch eller på sin speciella marknad även i ett globalt perspektiv, men den finansiella styrkan är liten. Det är en styrka ur flexibilitetssynpunkt; ett litet företag kan lättare och snabbare acklimatisera sig i en ny miljö och anpassa sig efter dess behov. Ett mindre företag har få beslutsfattare. Byråkratin, som gärna gör sig gällande i större företag, existerar inte. Att lyckas i SPF-branschen är mycket en fråga om lyhördhet och förmåga att utnyttja sina kunskaper för att tillmötesgå marknadens önskemål eller förmågan att skapa ett behov!

Litenheten innebär dock sårbarhet. Företagen måste akta sig för att bli för beroende av en marknad/en kund liksom för att bli uppköpta billigt av de internationella storföretagen. Flera av de studerade företagen har skogsindustrin, vilken är mycket konjunkturkänslig, som främsta kund, och blir därför ofta drabbade i dåliga tider. De multinationella kemijättarna har däremot skapat ett så diversifierat produktsortiment att de lättare klarar en nedgång på en eller flera marknader.

Positivt är också svensk kompetens och innovationsförmåga. SPF-produktionens allt större inriktning på system- och kunskapsförsäljning kan vara en fördel för svensk kemiindustri. IUI och IVA (Carlsson m fl, 1979) visade att svensk industri ligger väl framme i tillämpning, vidareutveckling och marknadsföring av ny teknologi.

Om detta kunnande implementeras på rätt sätt i kemiindustrin, kan även denna växa sig starkare med internationella mått mätt. En gedigen kunskap inom områdena läkemedel, bioteknik, ytkemi, papper och cellulosa samt miljövänliga kemikalier och system finns på svenska företag och universitet. Om dessa, framför allt på kemikaliesidan, kan samarbeta i större utsträckning dels sinsemellan, dels med universitet och högskolor där förutsättningar finns, förbättras framtidsmöjligheterna på längre sikt. Dessutom tycks svenska företag ha lätt att acceptera nya idéer (Utterbach-Reitberger, 1982). Farhågor har dock uttryckts för att för många företag satsar på liknande SPF-kemikalier – ett bredare kemiskt kunnande behövs i Sverige.

De flesta av företagen anger lojal och kunnig personal som en stor tillgång, inte bara i Sverige utan även i utländska produktionsenheter. Många företag tycker sig, trots sin litenhet, ha ett unikt kunnande som man lever bra på. Bland de nya SPF-företagen uttryckte man en saknad av applikationskunnandet i den nya miljön, som man försöker avhjälpa genom att framför allt anställa personal med erfarenhet av kundmarknaderna. Sverige har en relativt låg kostnad för högkvalificerad personal, vilket givetvis gynnar de forskningsintensiva företagen. Samtidigt innebär den en potentiell "brain-drain" för svensk kemiindustri. Erfarenheten visar dock hittills att det är mycket få av de verkligt högkvalificerade som permanent sökt sig utomlands. Som nämnts är det svårt, nästan omöjligt, att locka utländska forskare till Sverige.

Om de begränsande faktorerna finns det många åsikter. Läkemedelsföretagen ser med oro hur utvecklingskostnaderna, och framför allt kostnaderna för prov och tester, växer samtidigt som sjukhus och kliniker får allt snävare budgetar. Konkurrensen från sk generikasprodukter blir dessutom allt större. En orsak till svensk läkemedelsindustris tillväxt har sannolikt varit den generösa sjukvårdspolitik Sverige ansåg sig ha råd med under efterkrigstiden. En stramare sjukvårdsbudget kan alltså innebära en dämpning av läkemedelsföretagens expansion.

Även kemiföretagen ser med oro på den ökande produktkontrollen i Sverige. Allmänhetens ibland negativa inställning till allt som har med kemi att göra har inneburit etableringssvårigheter för nya produktionsanläggningar och därmed en ökad inblandning från myndigheternas sida i företagets sätt att lägga upp produktionen. Ökade test- och registreringskrav hämmar konkurrensförmågan men framför allt snabbheten vid lanseringen av nya produkter.

Produktregistret är en av Naturvårdsverket administrerad enhet som registrerar kemiska produkters hälso- och miljöfarliga innehåll, funktion, användningsområde och märkning. Totalt finns 79 000 produkter registrerade. Alla som tillverkar, importerar eller byter

namn på en kemisk produkt i Sverige är sedan 1979 förpliktigade att anmäla detta och registret har successivt byggts ut med alltmer detaljrik information, allt under ett visst angivet sekretesskydd. Ett förslag till omorganisation av produktkontrollnämnden och toxikologiinformationen på Karolinska Institutet till en enhet, Kemikalieinspektionen, håller på att utarbetas i Jordbruksdepartementet enligt beslut från riksdagen.

Många av de intervjuade var oroliga över denna omorganisation. Framgången bakom försäljningen av framför allt specialkemikalier beror på den speciella sammansättningen av olika kemiska föreningar och är som regel en väl bevarad hemlighet. Om man utvidgar produktregistret till att omfatta produktens hela sammansättning skulle det specifika kemiska innehållet i en produkt bli alltför lättåtkomligt. Även de internationella företagen skulle tveka att exportera sina mest sofistikerade produkter till Sverige, vilket potentiellt skulle ge svenska användare svårigheter att få fram rätt material till sina produkter. Företagen har i allmänhet själva dokumentation om sina produkters olika biegenskaper. Miljömedvetandet hos allmänheten i Sverige är stort och utbrett och om en produkt oförutsett inverkar negativt på miljön i något avseende innebär det oftast en stor prestigeförlust för företaget. Under 60- och 70-talen var det befogat att tvinga företagen att sanera sina utsläpp och förbättra arbetsmiljön, men dessa regleringar får – anser flertalet intervjuade – inte överdrivas om svensk kemisk industri skall förbli internationellt konkurrenskraftig. Kostnaden för satsningar på miljöförbättringar innebär ibland att marknadsatsningar och FoU på sina håll inte blev av under 70-talet, framför allt inte i företag med bulkproduktion. I dag hoppas å andra sidan några av företagen kunna sälja detta miljökunnande till utländska företag när andra industrinationer tar efter Sveriges miljörestriktioner. Även verkstadsindustrin har kunnat dra samma nytta av ökade miljörestriktioner (t ex Fläkt).

6.5 Tillväxtområden för svensk SPF-industri

Denna studie har begränsats till kemikalier på SPF-marknaden, men vi skall ändå kortfattat beröra närliggande produktområden med förväntad god tillväxt. Begreppet miljötänkande är en viktig del av företagens produktinriktning i framtiden. Det betraktas som en marknadsprofilering.

Läkemedelsföretagen i denna studie tenderar att mer och mer övergå till bioteknisk tillverkning. Det hävdas att läkemedel och andra till sjukvården relaterade preparat som produceras av naturliga råvaror i allmänhet har kortare utvecklingsperiod och mindre

biverkningar som färdiga preparat. Den minskning i antalet registrerade originalpreparat som förekommer sedan några år kommer sannolikt att fortsätta. Kostnaderna för att utveckla ett preparat har blivit enorma (inkl registreringar o dyl), men samtidigt saknas läkemedel för en rad sjukdomar (cancer, AIDS och vissa sjukdomar i u-länderna). Dessa företag inriktar sig därför mer och mer på att vidareutveckla preparaten och framför allt på att hitta nya applikationsområden. Läkemedelsindustrin i Sverige har varit en av de snabbast växande sektorerna, och det finns ingen anledning att tro att den skall stagnera. Därmed borde det även finnas utrymme för ökad finkemikalieproduktion i Sverige som underleverantör till läkemedelsindustrin.

När det gäller cellulosa- och papperskemikalier finns det ett unikt kunnande i Sverige med vår traditionella bas i förädlingen av skogsprodukter. Svenska företags marknadsandel av dessa kemikalier borde vara betydligt större på den svenska marknaden. Om kunskandet kan tillvaratas i ett utvecklat samarbete mellan SPF-producenter, "träförädlingsinstitutioners" forskare och pappersmassa- och cellulosaindustrin finns förutsättningar för en god utveckling och tillväxt.

Bränsletillsatser är ett annat område med framtiden för sig. Olika slags katalysatorer kan omvandla miljöfarliga utsläpp till ofarliga vid förbränning. De allt striktare kraven på bilavgasernas halter av farliga ämnen gör detta till en framtidsmarknad.

Verkstadskemikalier är en sektor som anses passa bra in i svensk industristruktur. Många företag producerar skärvätskor, rengöringsmedel o dyl med tonvikt på användarvänlighet och miljöofarlighet. Ett konstant behov kommer alltid att finnas, men en viss anpassning av kemikalierna väntas i takt med att metallkomponenter byts ut mot plastprodukter. Ingen större utveckling avseende det kemiska nyskapandet förutspås dock.

I början av 80-talet var framtidstron på biokemi och bioteknik överväldigande positiv. Börsen i USA upplevde en hausse för dessa företag, och starka finansärer satsade pengar på det man trodde skulle bli nästa framtidsbransch med en liknande tillväxt som data-/elektronikbranschen under 60- och 70-talen. Denna hausse kom av sig då bioteknikföretagen inte kunde ge avkastning tillräckligt snabbt. På det teoretiska, och i viss mån på laboratoriestadiet, har många idéer lyckats, men via marknadsintroduktionen har inte lönsamhetsmålen klarats (se Granstrand-Eliasson, 1987, om Pernovo). Bland våra intervjuade företag var inställningen ambivalent om bioteknikens framtidsmöjligheter. Läkemedelsindustrin har redan en del av produktionen biotekniskt inriktad och baserad på levande organismer. Dessutom anses utvecklingskostnaderna vara lägre än vid "kemisk" tillverkning. De undersökta kemiföretagen uttryckte en

försiktig optimism om att biotekniska processer på längre sikt skulle komma att introduceras både i själva produktionen och som ingående komponenter i slutprodukten (systemet). I SIND 1985:2 konstaterades: "I den generella tendens till strukturomvandling av svensk kemisk industri som kan iakttas, nämligen en förskjutning från baskemikalier mot fin- och specialkemikalier, kan dock biotekniken komma att bli ett viktigt hjälpmedel." Det kommer dock med all säkerhet att dröja till 90-talet innan biotekniken på en bredare front gjort sitt intåg i kemibranschen.

7 Sammanfattning

Begreppet specialkemikalier har det senaste decenniet, vid sidan om elektronik och sedan början av 80-talet även bioteknik, allmänt ansetts som en framtidsbransch. Specialkemikalier har använts som ett allmänt begrepp för andra än de ordinarie bulkkemikalierna och dessutom i olika sammanhang avseende olika kemikaliegrupper. Vi definierar specialkemikalier som SPF (special-, prestations-, fin-), ett begrepp som bättre omfattar de kemikalier som företagen i branschen producerar.

Vad kännetecknar ett framgångsrikt SPF-företag? I allmänhet är det ett äldre företag med lång erfarenhet av branschen som decentraliserat kraftigt för att finna nischer i respektive affärsområde. Det gamla talesättet "det är bättre att vara den störste bland de minsta än den minste bland de största" beskriver bra företagens strävan med tillägget att det också är nödvändigt i ett land som Sverige att vara minst lika bra som den bästa konkurrenten. Det är avgörande för framgång att komma nära marknaden och att ha lättroliga enheter som snabbt kan rätta sig efter marknadens krav. Kompetensen i svensk SPF-industri är hög, både inom FoU och på marknadssidan, eftersom produkterna ofta ingår i ett system med en stor andel kunskap och service. Följaktligen har anställda inom dessa sysselsättningskategorier ökat både kvantitativt och kvalitativt. Tillverkningen är nischorienterad och oftast sammanlänkad av råvara/bi-produkter. Detta innebär i sin tur en hög internationalisering med en strävan efter produktionsenheter på de största marknaderna, men också ett oberoende av konjunkturer och statliga restriktioner.

Den andra övergripande frågan vi ställde var om SPF-sektorn är en tillväxtmarknad. Branschens kännetecken svarar väl mot studier av andra tillväxtmarknader. Vi delade in företagen i tre kategorier: företag med huvudsakligen baskemikalieinriktning före 1970, före-

tag med SPF-produktion före 1970 och läkemedelsföretag, vilka kan sägas stå stegvis efter varandra, med läkemedelsföretagen överst i meningen att bäst ha anpassat sig efter marknadens behov. Framför allt de två senare kategorierna har ökat omsättningen markant och i stort sett fördubblat sin andel av både kemisk och total svensk industri. För alla tre kategorierna har antalet anställda ökat och investeringsnivån har konstant varit på en högre nivå än i svensk industri som helhet. Däremot har andelen utlandsfakturering inte ökat nämnvärt snabbare än svensk export, trots tämligen stora satsningar på utlandsetablering.

Även med en annalkande lågkonjunktur uppfattas framtiden i företagen som ljus, dock med några reservationer. Samarbetet mellan de kemiska företagen och högskolor samt institut borde utökas och bli smidigare, liknande det läkemedelsföretagen har med universiteten. Dessutom bör utbildningens inriktning göras mer grundläggande och med ökade inslag av tvärvetenskaplighet.

En fortsatt decentralisering och ett mer utbrett ansvarstagande inom företagen är nödvändigt för att man skall kunna anpassa sig till de snabba svängningarna på marknaden och samtidigt behålla lönsamheten. Detta blir den stora utmaningen för företagen. Den alltmer ökande internationaliseringen fortsätter genom framför allt företagsköp. En fortsatt expansion till utländska marknader är nödvändig för att täcka de större FoU-satsningarna. Om de företag som nyligen satsat på SPF får möjlighet att fördjupa sitt applikationskunnande om sina produkter samt lära sig av företagen som länge befunnit sig på SPF-marknaden, kan de se framtiden an med tillförsikt.

Bilaga 1

Intervjuade befattningshavare

Företag	Intervjuade
Bergvik Kemi AB	Christer Björklund, VD
Berol AB	Ralph Edebo, VD
Boliden Kemi AB	Per-Ingvar Ringdell, laboratoriechef Stig Claesson, info-chef
AB Nobel Kemi	Gunnar Erlandsson, chef FoU
EKA AB	Rolf Hultman, ek-chef
AB Ferring	Helmer Hagstam, tekn dir Kent Bengtsson, ek dir
KabiVitrum AB	Mats Pettersson, ek dir Britt-Marie Solström, controller
Perstorp AB	Mats Tunér, ek dir
Pharmacia AB	Leif Ek, VD

Organisation

Kemiinformation AB	Anders Östman
Sveriges Kemiska Industrikontor	Erik Brandt Hans Wernborg
KTH	Kjell Sjöberg, professor
Sveriges Grossistförbund	Stig Edlund

Bilaga 2

SCB. Definition av FoU

”Forsknings- och utvecklingsverksamhet definieras som verksamhet på systematisk grundval för att öka fonden av vetande, att utnyttja detta vetande för nya användningsområden och att åstadkomma nya eller förbättrade produkter, system eller metoder.

Verksamheten har delats in i följande undergrupper:

- *Grundforskning*: att systematiskt och metodiskt söka efter ny kunskap och nya idéer utan någon bestämd tillämpning i sikte.

Begreppet innefattar såväl *ren grundforskning* (pure basic research), där ingen restriktion är lagd på forskningens inriktning, som *riktad grundforskning* (oriented basic research) där forskningens inriktning är att lägga en grund, som kan tänkas ge tillämpning.

- *Tillämpad forskning*: att systematiskt och metodiskt söka efter ny kunskap och nya idéer med en bestämd tillämpning i sikte.
- *Utvecklingsarbete*: att systematiskt och metodiskt utnyttja forskningsresultat och vetenskaplig kunskap och nya idéer för att åstadkomma nya produkter, nya processer, nya system eller väsentliga förbättringar av redan existerande sådana.”*

* Statistiska Meddelanden, U 1984:20.

Bilaga 3

Enkätformulär

- 1 Definition av produktområdet
- 1.1 Vilken är Er definition av special-, prestations- respektive finkemikalier (i fortsättningen kallade SPF)?
- 2 *Allmänt om företaget; produktionens inriktning*
- 2.1 När startades företaget?
- 2.2 Vem äger företaget? Har ägarbyten skett sedan 1970?
- 2.3 Vad tillverkar företaget?
- 2.4 Hur stor del av tillverkningen kan hänföras till S-, P- eller F-området enligt definition i 1.1?
- 2.5 Har tillverkningsinriktningen förändrats sedan 1970? Vilka förändringar har skett? Varför ändrades den?
- 2.6 Har andra förändringar skett sedan 1970 som påverkat företaget markant?
- 3 *Anställda och utbildning*
- 3.1 Hur många anställda har företaget?
- 3.2 Hur många är anställda inom
 - forskning och utveckling (FoU)?
 - produktion?
 - försäljning?
 - administration?
- 3.3 Hur stor andel har eftergymnasial utbildning?
- 3.4 Vad har företagets anställda för utbildning (inom varje område enligt 3.2)?
 - kemi
 - biologi
 - annan teknisk
 - ekonomi
 - övrigt
- 3.5 Hur fördelas verksamhetens totala arbetskraftskostnader?
 - FoU
 - design, konstruktion, dokumentation
 - arbetsberedning (t ex material- och produktionsplanering)
 - tillverkning
 - marknadsföring (inkl distribution)
 - administration
 - övrigt
- 3.6 Har företaget svårigheter att rekrytera kompetent personal?

- 4 *Insatsvaror, investeringar*
- 4.1 Inköpsvärde till produktion?
 - av rå- och insatsvaror (exkl bränslen)
 - av elenergi (inkl internleveranser) och bränsle
- 4.2 Varifrån köps råvarorna (procentuell andel)?
 - Sverige
 - utlandet
- 4.3 Bruttoinvesteringar?

- 5 *Forskning och utveckling (FoU)*
- 5.1 FoU
 - hur stor del av förädlingsvärdet?
 - hur har den förändrats med avseende på föregående år?
 - hur stor del går till vidareutveckling av befintliga produkter/nya produktområden?
 - anlitas externa konsulter?
- 5.2 Hur är samarbetet med universitet och forskningsinstitut samt med andra företag inom SPF-branschen? I vilka former bedrivs detta samarbete?
- 5.3 Vilka former för idéhämtande och idéspidande använder sig företaget av?
- 5.4 Hur forskar man fram en ny produktsuccé innan patentet för den förra gått ut?
- 5.5 Vilka faktorer bestämmer valet av forskningsprojekt?
- 5.6 Har företaget problem med konkurrens från s k generikasprodukter?

- 6 *Marknadssituationen*
- 6.1 Hur stor del av faktureringen (exkl indirekta skatter) av special-, prestations- och finkemikalier säljs
 - till utlandet (inkl dotterbolag)?
 - inom Sverige (inkl dotterbolag)?
 - totalt?
- 6.2 Vilka är Era största exportmottagare (länder)?
- 6.3 Har företaget utlandstillverkning? I så fall var och hur stor del av den totala produktionen?
- 6.4 Säljer företaget till slutanvändare (konsumenter) eller till vidareförädling?
 - Hur stor del till varje?
- 6.5 Konkurrenssituationen (komplement eller substitut) för Era produkter
 - utländsk
 - inhemsk
 - Vilka är konkurrenterna?
- 6.6 Hur stor del av omsättningen har de största produkterna?

- 6.7 Hur har dessa andelar ändrats?
- 6.8 Erbjuder företaget service före/i samband med/efter försäljning?
- 6.9 Säljer företaget av andra tillverkade produkter?
Om ja, hur stor del av försäljningen?
- 6.10 Finns samarbete/avtal med andra företag om marknadsföring, försäljning etc?
- 6.11 Hur marknadsför företaget sina produkter (pris, företagsnamn, produktnamn, exklusivitet etc)?
- 6.12 Hur ser säljorganisationen ut (egen/agent)
– i Sverige?
– utomlands?
- 6.13 Vilken är företagets starkaste/svagaste sida jämfört med konkurrenternas? Är det skillnad i Sverige/internationellt sett?
- 7 *Prissättningen*
- 7.1 Hur bestäms prissättningen (kostnad, konkurrens, efterfrågan)?
- 7.2 Ändras priset på Era marknader ofta? Hur många gånger per år? Med hur mycket (de senaste åren)?
- 7.3 Är Ni prisledande?
- 7.4 Hur mycket av försäljningen det senaste året har gått till nya kunder?
- 7.5 Av den kundkrets Ni har i dag, hur många fanns med
– 1970?
– 1975?
– 1980?
– Hur stor del av försäljningen stod de för vid respektive tillfälle?
- 8 *Framtida utveckling*
- 8.1 Vad kommer företaget att satsa på i framtiden (närmaste 5–10 åren)?
- 8.2 Hur kommer marknaden att se ut för SPF-kemikalier? (Lista verksamhetsfält.)
- 8.3 Hur bedömer företaget utvecklingen av sin marknadsandel
– på exportmarknaden?
– i Sverige?
– de närmaste åren?
- 8.4 Hur bedöms SPF-branschens produktionstillväxt under resten av 1980-talet i jämförelse med
– svensk industriproduktion?
– svensk kemisk produktion?

- 8.5 Vilka faktorer är gynnsamma respektive begränsade för branschens tillväxt på längre sikt?
- 8.6 Hur kommer branschens företagsstruktur att se ut? (Koncentration till få stora företag, utländskt ägande, "Silicon Valley" – andra etc)
- 8.7 Hur kommer Sveriges SPF-marknad att se ut i framtiden i jämförelse med andra länders?

Litteratur

- Bergholm, F, och Jagrén, L, 1985, "Det utlandsinvesteringe företaget", i Eliasson, G, m fl, *De svenska storföretagen*, IUI.
- Bernstein, J I, och Nadiri, H I, 1983, "Research and Development Spillovers and Adjustment Costs: An Application of Dynamic Duality at the Firm Level", Mimeo.
- Carlsson, B, 1981, *Structure and Performance in the West European Steel Industry: A Historical Perspective*, IUI Booklet No. 118.
- Carlsson, B, m fl, 1981, *Industrin inför 80-talet*, IUI.
- Eliasson, G, 1985, *Företagsorganisation och styrsystem*, IUI Småtryck nr 192.
- Eliasson, G, m fl, 1985, *De svenska storföretagen*, IUI.
- Eliasson, G, 1987, "Industrial Targeting – Defensive or Offensive Strategies in a Neo-Schumpeterian Perspective" i Giersch (ed), *Free Trade in the World Economy*, Symposium 1986 in Kiel, J C B Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.
- Eliasson, G och Granstrand, O, 1987, *Venture Capital and Management – a study of venture development units in four Swedish firms*, IUI mimeo.
- IUI och IVA, 1979, *Teknik och industristruktur – 70-talets ekonomiska kris i historisk belysning*.
- IVA, Rapport 280, 1984, "Affärsutveckling inom specialkemikalieområdet".
- Jagrén, L, 1985, "Svenska utlandsetablerade företags marknadsandelar" i Eliasson, G, m fl, *De svenska storföretagen*, IUI.
- Kemiinformation AB, 1980, "Nordiska kemiföretags produktstruktur och marknadsställning".
- Kemiinformation AB, 1985, "Svensk fin- och specialkemiindustri".
- Kline, Charles H, 1982, "Specialty and Fine Chemicals – a strategic assessment of their opportunities and problems for the Swedish chemical industry".
- Mohnen, P A, Nadiri, M I, och Prucha, I R, 1984, "Rand D, Production Structure and Productivity Growth in the US, Japanese and German Manufacturing Sectors: A Nonseparable Factor Demand Model", NBER Working Paper No. 1264.
- OECD, "The Pharmaceutical Industry", 1985.
- Pavitt, K, 1980, "Technical Innovation and British Economic Performance". MacMillan, London.
- Reitberger, G och Utterbach, J, 1982, "Technology and Industrial Innovation in Sweden – A Study of New Technology-based Firms", Center for Policy Alternatives at the Massachusetts Institute of Technology. Cambridge, Massachusetts.
- Scherer, 1970, F M, "Industrial Market Structure and Economic Performance", Rand McNally & Co, Chicago.
- SIND, 1982, "Kemisk Industri – en förstudie".
- SIND, 1985:2, "Bioteknikens effekter på industristrukturen".
- SOS, 1981 och 1983, "Företagen".
- Statistiska meddelanden, U 1984:20, "FoU-verksamheten i Sverige 1981–83. Översikt", SCB.
- UHÄ, rapport 1984:20, "Kemi och Kemiteknik".

Kapitel VI

Ägande och effektivitet inom svensk skogsindustri 1970-1984*

av Per-Olof Bjuggren

* Rapporten har finansierats av
Torsten och Ragnar Söderbergs
Stiftelser. Ett varmt tack.

Innehåll

1 Inledning	421
1.1 Bakgrund och syfte	421
1.2 Studiens uppläggnig	421
2 Residualkontraktet	422
2.1 Centralt kontraktsslutande part	422
2.2 Separation mellan ägande och kontroll	423
2.3 Olika företagsformer	425
3 Effektivitet och ägande i större svenska skogsföretag 1970–84	428
3.1 Undersökta företag	428
3.2 Hypoteser	429
3.3 Mått och data	431
3.4 Resultat	438
3.4.1 Effektivitet och företagsform	438
3.4.2 Ägarstruktur och effektivitet i börsnoterade skogsbolag	440
3.4.3 Företagsform, finansiell struktur och dynamisk effektivitet	442
4 Sammanfattande kommentarer	447
Bilaga 1 De fem största ägarnas röstandel i privata börsnoterade skogsbolag 1971, 1976, 1978, 1981 och 1984	449
Bilaga 2 Verkställande direktörens ägarintressen 1971, 1976, 1978, 1981 och 1984	453
Litteratur	454

Figur

1 Räntabilitet på eget kapital och soliditet hos börsnoterade privata resp övriga skogsbolag 1970–84	445
------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----

Tabeller

1 Räntabilitet på eget kapital 1970–84	433
2 Värderingskvoten 1976, 1981 och 1984	434
3 De fem största ägarnas röstandel i börsnoterade svenska skogsbolag 1971, 1976, 1978, 1981 och 1984	435

4	Självförsörjning av skogsråvara	437
5	Beskrivning av variabler	438
6	Poolad regression	440
7	Regression för varje enskilt år då PROFIT är beroende variabel	442
8	Regression för varje enskilt år då VR är beroende variabel	443
9	Soliditet 1970–84	444

1 Inledning

1.2 Bakgrund och syfte

I en studie av ägarfunktionens roll för företagets förmåga att anpassa sig till förändringar i sin omvärld erbjuder den svenska skogsindustrin ett intressant undersökningsobjekt. För det första finns det flera olika slag av ägarformer representerade såsom börsnoterade privata bolag med olika grad av ägarkoncentration, statliga bolag och producentägda bolag (skogsindustribolag ägda av skogsägarföreningar).

För det andra är skogsindustrin en bransch som varit utsatt för stora förändringar under de senaste 15 åren. Som konjunkturkänslig bransch med stort utlandsberoende (mer än 90 % av produktionen av avsalumassa, nästan 80 % av pappersproduktionen och 70 % av sågverksproduktionen exporteras) har skogsindustrin varit starkt påverkad av konjunktursvängningar och växelkursförändringar.

Omställningen till mindre konjunkturkänslig och mer vedsnål tillverkning har gått i olika takt i olika skogsföretag. Soliditetsnivå och räntabilitet skiljer sig markant mellan företag och företagsformer. Stora företagsköp liksom avyttringar av delar av företag har förekommit. Exempel finns också på både konkurser och lyckade akkord.

Föreliggande studie har som syfte att undersöka ägarfunktionens betydelse för skogsföretagets anpassning till en föränderlig omvärld. Vilka samband finns mellan ägande och effektivitet och vilka effekter har dessa samband på företagsstrukturen i svensk skogsindustri? På ett empiriskt plan kommer ägandets betydelse för skogsföretagets anpassning till förändringar i marknadsbetingelserna under 70- och 80-talen att undersökas. Teoretiskt syftar studien till att ge ett bidrag till den s k kontraktsteorin.

1.2 Studiens uppläggning

I ett första avsnitt 2.1 presenteras kontraktsteorin, enligt vilken ägarna ses som innehavare av residualkontrakt, dvs får sin avkastning ur det överskott som återstår sedan alla andra kontraktsinnehavare fått sin ersättning. Detta gör att ägarna kräver kontroll över hur företaget sköts. Eftersom förmögenhet och kompetens för att övervaka och samordna kontrakt i ett företag i allmänhet inte är koncentrerade till en och samma person, samt portföljskäl talar för en spridning av förmögenhetsinnehav mellan olika bolag, finns det fördelar med en professionell företagsledning skild från företagets "ägare" (innehavare av residualkontrakt). Hur separation mellan

ägande och kontroll av detta slag kan påverka effektivitet och målsättning i företaget studeras i avsnitt 2.2. Det diskuteras här också hur företagets effektivitet kan påverkas genom marknader för företagsledare, styrelseledamöter och residualkontrakt (äganderättsbevis typ aktier) och genom storleken på företagsledningens aktieinnehav (se k pilotinnehav).

Residualkontrakten skiljer sig åt för börsnoterade privata, statliga och skogsägarägda företag. Effekter på företagets skötsel och verksamhetsinriktning av olikheter mellan företagen i detta avseende studeras i avsnitt 2.3.

Sambanden mellan ägande och effektivitet för svenska massa- och pappersbolag 1970-84 undersöks empiriskt i avsnitt 3.

I avsnitt 4 sammanfattas de erhållna resultaten.

2 Residualkontraktet

2.1 Centralt kontraktsslutande part

Enligt kontraktsteorin är företaget en kontraktsslutande enhet som sluter en mängd kontrakt på produkt-, faktor- och finansmarknader (se t ex Ståhl 1976, Jensen & Meckling 1976, Skogh 1979, Fama 1980 och Myhrman 1981). På varje sådan marknad har företaget att välja mellan olika kontrakt eller samarbetsformer. Vid köp av insatsvaror och försäljning av produkter kan t ex korttids- och långtidskontrakt av olika slag användas. Företagets produktionskapital i form av maskiner, verktyg, fastigheter etc kan hyras (leasas) eller ägas. För utnyttjande av mänskliga resurser finns ett val mellan ett specificerat uppdragskontrakt eller ett anställningskontrakt, där arbetstagaren inom ett visst acceptansområde överlåter till arbetsgivaren att bestämma användningen av individens resurser.

På det finansiella planet har företaget ett val mellan lånekontrakt med fixt pris (ränta) och residualkontrakt med ersättning i form av andel i det överskott (den residual) som återstår sedan företagets alla andra kontraktspartners fått sin betalning, samt varianter av dessa två kontraktstyper som t ex konvertibler eller optionslån.¹ Det

¹ I ett svenskt företags resultaträkning skulle enligt denna definition överskottet (residualen) närmast svara mot bruttovinst minus amorteringar och låneräntor. Svensk aktiebolagsstiftning sätter emellertid gränser för hur stor del av överskottet som är utdelningsbart, då maximalt ett belopp motsvarande företagets fria reserver (årets nettovinst, balanserade vinstmedel och eventuella andra fria fonder) är utdelningsbart (se Roos & Sandström, 1983). Sätts som ytterligare restriktion att företaget skall generera tillräckligt med vinstmedel för att hålla kapitalstocken intakt, är resultatet efter finansiella poster och skatt det mest relevanta måttet.

är innehavarna av residualkontrakt ("ägarna") som först riskerar sina fordringar ifall företaget kommer på finansiellt obestånd.

Genom att stå sist i förmånsordning fungerar residualkontraktet som en garant för att företagets förpliktelser mot andra kontraktspartners uppfylls. För att ikläda sig denna risk kräver innehavarna av residualkontrakt normalt kontroll av och inflytande på företagets skötsel. Deras ersättning är ju betingat av överskottets storlek, som beror på hur effektivt företaget styrs.

Innehavarna av residualkontrakt besitter en central kontraktsslutande position inom företaget. De har den slutliga bestämmanderätten vad gäller utformningen av företagets kontraktstruktur. Enligt Alchian & Demsetz (1972) upprätthåller innehavarna av residualkontrakt därmed en monitorfunktion (övervakningsfunktion) i företaget.

Denna monitorfunktion kan utövas på ett direkt sätt ifall ägare och företagsledning är identisk. Innehavarna av residualkontrakt kan då så att säga på plats bevaka rättigheterna i sina osäkra kontrakt. Det är emellertid inte säkert att skicklighet som företagsledare är länkat med det förmögenhetsinnehav och den riskvillighet som krävs för att övriga kontrakt skall kunna garanteras (jfr t ex Jensen & Meckling, 1976, och Fama & Jensen, 1983).¹ I så fall kan ledningfunktionen delegeras till en fristående professionell företagsledning vars målsättning och incitament kan skilja sig från ägarnas.

2.2 Separation mellan ägande och kontroll

I den mån kapitalbehov, portföljaspekter och krav på företagar-kompetens gör det nödvändigt med en fristående professionell företagsledning, vilka effekter har då denna separation mellan ägande och kontroll på effektivitet och målsättning? Dessa samband har varit föremål för ett stort antal studier.²

Någon klar entydig bild av sambandet mellan effektivitet och målsättning och separation mellan ägande och kontroll visar inte dessa studier. Å ena sidan, vilket hävdas i "agency cost"-studierna, medför separationen att företagsledningen inte bär de fulla kostnaderna av att tillfredsställa icke-pekuniära argument i nyttofunktionen som konsumtion på jobbet typ kontorsinredning, representa-

¹ Av t ex portföljskäl bör inte en alltför stor del av förmögenheten satsas i aktier i ett bolag.

² Den första kan Berle & Means 1932 sägas vara. Sedan dess har tillkommit bl a Alchian 1969, Alchian & Demsetz 1972, DeAllessi 1983, Demsetz 1983, Demsetz & Lehn 1985, X-inefficiency studier av Leibenstein och "agency cost"-studier av bl a Jensen & Meckling 1976, Fama 1980 och Fama & Jensen 1983.

tion, representativa sekreterare, olika slag av "shirking" ("maskning" i fri svensk översättning) etc. Å andra sidan, som bl a framhållits av Demsetz (1983), kommer ägarna att vara mer inriktade på att residualen ("vinsten") till varje pris skall maximeras än om de själva varje dag verkade i företaget som företagsledare. Ägarna kommer därför att vilja välja en företagsledning som är mer vinstinriktad än vad de själva skulle vara i samma position.

Till detta kan läggas det faktum att det finns en marknad för professionella företagsledare som premierar vinstmaximerande beteende och hårt straffar misslyckande (se t ex Alchian, 1969, och Fama, 1983). Det finns både en extern och en intern marknad där folk konkurrerar om positionen som företagsledare. Även om informationsosäkerhet ger utrymme för "shirking" på kort sikt, så tenderar kumulativ information att på lång sikt ge en ganska klar bild av graden av vinstmaximerande beteende hos den professionelle företagsledaren. Kostnaden för misslyckande är stor i så motto att kvasiräntan för företagsledarens investering i humankapital riskeras (se vidare bl a Fama, 1980, och Klein, Crawford & Alchian, 1978).

Ett ytterligare sätt att göra företagsledningen till vinstmaximerare är att genom s k pilotinnehav göra den professionelle företagsledarens privata förmögenhet starkt beroende av hur väl företaget sköts (se t ex Demsetz, 1983 s 385-).

Innehavare av residualkontrakt som delegerat sin centralt kontraktsslutande befogenhet till en professionell företagsledning kan utöva sitt inflytande på företagets skötsel på olika sätt. Ett direkt sätt, via en s k voice-mekanism enligt Hirschmans (1970) terminologi, är att med hänsyn till befintliga regler om representativ demokrati försöka få gehör för sina åsikter om effektiv skötsel. För en enskild aktieägare betyder detta att han/hon med hjälp av sin rösträtt på bolagstämman försöker påverka företagets skötsel. Ägarna kan framför allt göra sitt inflytande gällande genom att påverka bolagsstyrelsens sammansättning. Bolagsstyrelsen har sedan möjlighet att mer kontinuerligt övervaka företagsledningen, vilket bl a innefattar befogenhet att tillsätta och avskeda verkställande direktör. Denna möjlighet för de enskilda aktieägarna att genom voice påverka skötseln av företaget minskar naturligtvis ju mer spritt ägandet är. Ett sätt för enskilda aktieägare att i strid mot sittande bolagsstyrelse få gehör för viss åsikt är att genom fullmakter få majoritet för sina förslag på en bolagsstämma (på engelska "proxy fights").¹ Kostnaderna av detta tillvägagångssätt är beroende av det antal aktieägare som måste övertalas att lämna fullmakt. Även dessa kostnader ökar vid spritt ägande.

¹ Jämför t ex Volvo och den s k "Norgeaffären".

Kontroll över företagets skötsel kan också indirekt utövas av aktieägarna genom köp och försäljning av aktier över börsen. Kursnivån på en aktie bestäms ju av framtida utdelningar och vinster. I den mån ett företag sköts ineffektivt sker en successiv anpassning nedåt av kursen genom utförsäljning från tidigare aktieinnehavare som känner missnöje med kursutvecklingen.¹

En sänkning av aktiekursen stimulerar de som har kännedom om hur företaget skulle kunna skötas bättre att agera. De kan göra kursvinster genom att via börsen successivt köpa upp företagets aktier tills dess att en röstandel nåtts som gör det möjligt att ta över kontrollen, samt genom att tillsätta en ny och mer effektiv företagsledning få aktiekursen att stiga. Spritt ägande behöver härvid inte utgöra något hinder, eftersom det spridda ägandet kan underlätta successiva aktieköp utan alltför stor initial kurspåverkan.

En viktig uppgift för en aktiebörs är att på detta sätt fungera som en marknad för företagskontroll (jfr Manne, 1965). Ifall börsen utgör en i detta avseende effektiv marknad kommer den tillgång som företagskontroll representerar att hamna hos de som högst värderar denna typ av tillgång, vilka också torde vara de som bäst vet hur ett företag skall skötas effektivt. En slags slutgiltig garanti för effektiv företagsskötsel uppnås därigenom.

2.3 Olika företagsformer

Företagsformen är intressant, eftersom det *mot olika företagsformer svarar olika utformning av residualkontraktet* (jfr Jensen & Meckling, 1979, och Alchian & Demsetz, 1972). De företagsformer vi här kommer att studera är aktiebolag och ekonomiska föreningar, privat och statligt ägande samt – för aktiebolag – om företaget är eller inte är börsnoterat.

De frågor som tas upp berör effekterna på statisk och dynamisk effektivitet av olika utformning av residualkontraktet ifråga om incitament och kontroll. Med incitament avses skillnader mellan de olika företagsformerna ifråga om ägarnas vinstandel, kapitalisering av framtida vinster och sambandet mellan förmögenhetställning hos ägaren och residualens storlek. Under rubriken kontroll tas sambandet mellan ägande och kontroll för olika företagsformer upp till behandling. Möjligheterna att utöva inflytande på företagets skötsel genom s k voice (dvs genom ett representativt demokratiskt system)

¹ Man anser det alltför kostbart att via agerande på en bolagsstämma få till stånd en ändring i företagets skötsel. Istället för voice väljer man då exit enligt Hirschmans terminologi (dvs man väljer att rösta med fötterna framför voice).

och genom exit (dvs genom att rösta med "fötterna") skiljer sig åt mellan de olika företagsformerna.

Låt oss nu se hur de olika företagsformer som är aktuella i denna studie, aktiebolag (börsnoterade/icke börsnoterade och privata/statliga) och ekonomiska föreningar skiljer sig åt beträffande incitament och kontroll.

Incitament

Aktiebolag. Skillnader i incitament vad gäller del i vinst (överskott) och kapitalisering av framtida vinster (överskott) finns främst mellan aktiebolag och ekonomiska föreningar. En aktieägare får del i vinsten i form av utdelningar i proportion till sitt aktieinnehav och värdet på aktien bestäms av det diskonterade värdet av aktiens andel i uppskattade framtida vinster. Hur korrekt aktien värderas med hänsyn till framtida utdelningar och vinster är en funktion av hur väl andrahandsmarknaden för aktier fungerar. Förmodligen är börsnoterade aktier med stor omsättning mest korrekt värderade.

Andel i residualen i form av utdelningar gör aktieägaren intresserad av att företaget vid varje tidpunkt drivs så effektivt som möjligt så att överskottet maximeras (dvs att statisk effektivitet uppnås). Speciellt stort kommer intresset av sådan statisk effektivitet att vara ifall aktieägaren inte har någon möjlighet till konsumtion i företaget (dvs ifall aktieägaren inte arbetar inom företaget).

Möjligheten att tillgodogöra sig framtida vinster genom högre värde på aktien vid försäljning främjar dynamisk effektivitet. I den mån som avkastningen på investeringar inom företaget ger en högre avkastning än vad som kan erhållas vid alternativa placeringar har aktieägaren inget emot att dessa investeringar finansieras genom kvarhållna vinstmedel. Han/hon kan ju antingen genast tillgodogöra sig avkastningen på dessa internfinansierade investeringar genom ett högre värde på aktien vid försäljning eller genom framtida högre utdelningar.

I ett statligt ägt aktiebolag kan incitamenten påverkas av att det inte finns någon specifik fysisk (eller juridisk) person vars förmögenhetsställning är märkbart beroende av hur företaget sköts. Politiska målsättningar om exempelvis sysselsättning och regionalpolitik kan betonas i högre grad när staten är ägare (se vidare Johan Örtengrens studie "Krisföretagen, industristödet och staten som företagare" i kapitel IV i denna skrift).

Ekonomisk förening. En residualkontraktssinnehavare ("ägare") i en ekonomisk förening typ skogsägarförening har del i överskottet ("vinsten") i förhållande till vedleveranser i form av efterlikvid. Hans intresse för att företaget sköts dynamiskt effektivt skiljer sig

från aktieägarens. Som medlem i en skogsägarförening kan han vid en försäljning av sitt äganderättsbevis (andelsrätten) inte få ut det diskonterade värdet av framtida andel av residualen. Han får endast tillbaka samma nominella värde av andelsrätten som han satt in. Framtida vinster från långsiktiga investeringar kommer alltså inte att kapitaliseras i form av högre priser på befintliga andelsrätter. Ett alternativt sätt är att få ut framtida vinster från långsiktiga investeringar i förädlingsledet via högre priser på medlemmarnas skogsmark. Denna metod kan av två skäl inte fungera som ett fullgott substitut till kapitalisering via prissättning på residualkontraktet (andelsrätten). Det ena skälet är helt enkelt att det inte existerar någon fri marknad för skogsmark. Lantbruksnämnden har befogenhet att såväl bestämma köpare som högsta pris vid överlåtelse av skogsmark. Enbart detta faktum innebär inskränkningar i medlemmarnas möjligheter att via prissättningen på skog kapitalisera framtida vinster i förädlingsledet. Ett andra skäl – ett "free-rider" problem – är att de skogsägare inom samma region som inte är anslutna till skogsägarföreningen kommer att få lika stora prisstegringar på sin skogsmark som medlemmarna. Enligt stadgarna har varje skogsägare inom samma region rätt att närhelst han/hon önskar få ansluta sig och därigenom i form av efterlikvid och annat få del av resultaten av de uppoffringar som tidigare anslutna skogsägare gjort.

Dessa svårigheter att kapitalisera framtida vinster jämte det faktum att inga andra än skogsägare inom en viss region kan vara residualkontraktssinnehavare medför svårigheter för skogsägarföreningar att riskfinansiera ("ägar"-finansiera) långsiktiga investeringar. Även om man försöker vidga kretsen av möjliga finansierare genom att bedriva den kapitalintensiva industrirörelsen i aktiebolagsform i dotterbolag kvarstår problemen pga att det mellan skogsägarföreningen och andra ägare finns motstridiga intressen i fördelningen av residualen. Medan skogsägarföreningar primärt kommer att vilja försöka ta ut residualen i form av högre priser på sågtimmer och massaved är övriga ägare i huvudsak intresserade av att få avkastning på sitt aktieinnehav. Genom dessa svårigheter tenderar soliditeten att bli låg i skogsägarägda industribolag varigenom risken för konkurs ökar och tillväxtpöjligheterna (den dynamiska effektiviteten) försämras.

Kontroll

Aktiebolag. I ett aktiebolag kan ägaren i proportion till sitt aktieinnehavs röstetal via bolagstämma och bolagsstyrelse utöva kontroll över företagsledningen. Röstetalet är beroende på antal och typ av aktier. A-aktier har högre röstetal per aktie än B-aktier.

Eftersom inflytandet är länkat till storlek och sammansättning av aktieinnehavet finns det för aktieägaren en möjlighet att genom köp och försäljning påverka sina kontrollmöjligheter. Personer som tror sig besitta kunskap om hur ett företag skulle kunna skötas mer effektivt kan genom aktieköp skaffa sig ett tillräckligt stort inflytande på stämma och i styrelse för att kunna genomföra sina ideer. Vinsten av ett sådant agerande är en ökning av aktiens kurs genom att en effektivare företagsskötsel uppnås. Personer som är missnöjda med företagets skötsel utan att se sig själva i stånd till att genomdriva förändringar kan sälja sina aktier (exit) och därigenom underlätta för andra aktörer att realisera sina planer för ökad effektivitet.

Möjligheten att agera för ökad effektivitet (såväl statisk som dynamisk) genom köp och försäljning av aktier ökar om det finns en väl fungerande andrahandsmarknad för aktier. Sett ur detta perspektiv torde möjligheterna för en väl fungerande ägarkontroll vara störst i företag som är noterade på Stockholms fondbörs.

Ekonomisk förening. I en ekonomisk förening har varje medlem en röst vid föreningsstämma och vid val av ombud till föreningsstämma. På samma sätt som i ett aktiebolag utser stämman en föreningsstyrelse som på en mer kontinuerlig basis skall övervaka företagets skötsel. Det finns för en medlem inga möjligheter till att öka sitt inflytande genom köp av andelsrätter. Personer med egen uppfattning om hur företaget bäst skall skötas måste precis som i politiska val i en stat med representativ demokrati skaffa sig majoritet genom att plädera för sina åsikter. Vinsten av medlemsinsatser för ökad effektivitet har karaktären av en kollektiv vara som kommer alla till godo i förhållande till deras vedleveranser. På grund av de bristande möjligheterna att privatisera intäkterna från insatser för ökad effektivitet kan ägarkontrollen i en ekonomisk förening antas fungera sämre än i ett aktiebolag.

3 Effektivitet och ägande i större svenska skogsföretag 1970–84

3.1 Undersökta företag

Undersökningspopulationen har begränsats till större svenska skogsföretag som har både sågade trävaror och massa/papper i sitt produktsortiment. Av totalt 26 företag som 1984 hade massa- och/eller papperstillverkning på sitt produktprogram är det 13, i huvudsak mindre företag som inte ingår i undersökningen.

I undersökningspopulationen kan tre olika typer av företag ur-

skiljas. För det första företag som betecknats som skogsägarägda. Till denna grupp har företagen Södra och NCB (fram till 1979 då staten blir majoritetsägare) förts. Gemensamt för dessa företag är att ekonomiska föreningar av typen skogsägarföreningar är majoritetsägare (dvs har mer än 50 % av röstetalet).

I kategorin börsnoterade företag har företag noterade 1984 på Stockholms fondbörs A:1 lista tagits upp. Inalles utgör detta 10 företag. Av de 10 företagen har sedermera Billerud i slutet av 1984 blivit uppköpt av Stora och Nymölla under 1985 blivit dotterbolag till Papyrus, som i sin tur under 1986 köpts upp av Stora. Iggesund är sedan 1981 till nästan 50 procent ägt av MoDo.

Statligt ägda skogsföretag representeras först och främst av ASSI. NCB har sedan 1979 också statlig majoritetsägare och skiljer sig från de övriga genom att sedan 1984 upptas bland börsens inofficiella noteringar.

3.2 Hypoteser

Studien avser att undersöka ägarfunktionens betydelse för effektivitet i företagen. Det är alltså en av företagets marknader, den för residualkontrakt, som studeras. Vi är väl medvetna om att den interna effektiviteten i företaget också är beroende av hur alla andra marknader på vilka företaget deltar som kontraktspartner fungerar. I avsnitt 2.2 diskuterades t ex marknaden för företagsledning och dess betydelse för effektivitet. Det konstaterades därvid att ifall marknaden för företagsledning fungerar väl minskar utrymmet för främjande av andra mål än vinstmaximering. Likaledes medför hög grad av konkurrens på övriga marknader på företagets input- och outputsida minskat utrymme för andra målsättningar än vinstmaximering hos företagsledningen. Det är dock ytterst residualkontraktmarknaden som bestämmer i vilken grad potentiella vinstmöjligheter tillvaratas.

I föreliggande studie är det en enda bransch som utgör undersökningsobjekt. Faktor- och produktmarknaderna liksom kreditmarknaderna är därför tämligen identiska för företagen. Detta borgar för att skillnader i effektivitet med relativ stor säkerhet kan sägas bero på olikheter på residualkontraktssidan.

Följande olikheter i relationerna på residualkontraktssidan skall undersökas:

Företagsform. För det första skall sambandet mellan företagsform och effektivitet undersökas. Mot olika företagsformer svarar olika utformning av residualkontraktet med implikationer för kontroll och incitament. En hypotes var härvid att aktiebolag allmänt sett är överlägsna ekonomiska föreningar ur incitamentssynpunkt

genom att framtida vinster kan kapitaliseras i residualkontraktets (aktiens) pris vilket inte är fallet för ett medlemsbevis i en ekonomisk förening. Speciellt väl borde framtida vinster reflekteras i aktiepriset för börsnoterade företag genom den dagliga handel som sker i dessa aktier. Dessa olikheter i incitament avspeglas i större svårigheter för ekonomiska föreningar att anskaffa riskkapital (ägarkapital), vilket ger upphov till en lägre soliditet. Vi noterade också en skillnad mellan statliga och privata bolag i det avseende att det i ett statligt bolag inte är någon privat förmögenhet som är märkbart beroende av hur effektivt företaget sköts. Sett i detta perspektiv borde statligt ägande ge mindre incitament för att bevaka effektiviteten i företaget dvs ett negativt samband mellan statligt ägande och effektivitet.

Ur kontrollsynpunkt postulerades att en fördel för aktiebolaget som företagsform är att den som har unik kunskap om hur ett företag skall skötas effektivt kan köpa sig kontroll och ökad andel av framtida vinster. Särskilt börsnoterade privata företag borde, genom en bra fungerande andrahandsmarknad för aktier, ha fördelar ifråga om kontroll av effektivitet.

Våra hypoteser är därför:

- H1: Privata börsnoterade företag uppvisar högre effektivitet än skogsägarägda och statliga företag.
- H2: Privata börsnoterade företag har högre soliditet än skogsägarägda och statliga företag.

Ägarkoncentration och pilotinnehav. Enligt Berle & Means (1932) medför ett spritt ägande, vilket framför allt är karakteristiskt för börsnoterade företag, att det inte finns någon som har möjlighet att utöva en fungerande kontroll över företagsledningen. Företagsledningen skulle därvid få mer eller mindre fritt spelrum att följa sina egna målsättningar vilka kan tänkas stå i strid med aktieägarnas önskan om max vinst (max intern effektivitet). Enligt denna hypotes borde det finnas ett positivt samband mellan ägarkoncentration och effektivitet. En mothypotes framförd av bl a Manne (1965) och Demsetz & Lehn (1985) är att börsen kan ses som marknad för företagskontroll, som i sig utgör en yttersta garant för effektiv företagskötsel. Sambandet mellan ägarkoncentration och effektivitet skulle i så fall vara obefintligt. Slutligen kan pilotinnehav (aktieinnehav hos företagsledningen) medföra en starkare prioritering av vinsten framför andra målsättningar.

Den hypotes som här kommer att prövas är om:

- H3: Ägarkoncentration och pilotinnehav medför högre effektivitet i privata börsnoterade företag.

Ifall hypotesen H3 förkastas skulle det kunna tyda på att börsen väl uppfyller sin roll som marknad för företagskontroll och/eller att det finns väl fungerande marknader för företagsledning.

Hypotesprövning. De empiriska testningen har organiserats så att de två hypoteserna av statisk karaktär dvs H1 och H3 prövas först. Den testmetod som används är regressionsanalys.¹ Därefter undersöks sambandet mellan ägande och effektivitet ur ett mer dynamiskt perspektiv enligt hypotes H2. Till skillnad från H1 och H3 genomförs inte någon statistisk hypotesprövning i mer strikt mening av H2. Den empiriska analysen är istället av deskriptiv karaktär och bygger till största delen på jämförelser av soliditets- och räntabilitetsutveckling mellan å ena sidan privata börsnoterade företag och å andra sidan skogsägarägda och statliga företag.

3.3 Mått och data

Räntabilitet på eget kapital. Alla de i studien ingående företagen är aktiebolag. Det enda som skiljer dem åt är om de är börsnoterade

¹ Av praktiska skäl kan vi inte pröva både hypotes H1 och H3 om hur effektiviteten i skogsföretag påverkas av företagsform, ägarkoncentration och pilotinnehav på samma material. Pilotinnehav kan t ex endast förekomma i företag vars aktier är föremål för handel på en fungerande andrahandsmarknad som Stokholms fondbörs. Pilotinnehav kan därför aldrig bli aktuellt i rent statliga och rent skogsägarägda företag.

Mått på ägarkoncentration får helt olika mening beroende på företagsform.

- för börsnoterade privata företag kan ägarkoncentrationen på avsett sätt användas som ett mått på grad av ägarinflytande på företagets skötsel.
- för skogsägarägda företag uppkommer svårigheter dels ifråga om vilket koncentrationsvärde som skall åsättas och hur ett visst koncentrationsvärde skall tolkas. Södra ägdes ju fram till 1979 till 100 procent av Södra Skogsägarnas ek för, vilken i sin tur är ägd av de enskilda medlemmarna (ca 40 000 medlemmar). Ifall den enskilde skogsägaren räknas som ägare så blir följaktligen ägarkoncentrationen mycket låg. I detta fall skulle vi få en positiv vinsteffekt vid hög ägarkoncentration, eftersom de skogsägarägda bolagen haft en notoriskt låg lönsamhet.
- om vi inkluderat ett mått på ägarkoncentration för de skogsägarägda företagen hade vi i konsekvensens namn också varit tvungna att ta med statens 100-procentiga ägande av ASSI, vilket i regressionsanalysen skulle ha givet en rakt motsatt effekt. ASSIs lönsamhet har ju varit mycket låg under den aktuella undersökningsperioden.

Vi var därför tvungna att pröva hypoteserna H1 och H3 om sambandet mellan ägande och effektivitet på två olika datamaterial,

dels hela materialet, varvid koncentrationsmättet och variabeln för pilotinnehav av ovan nämnda skäl måste uteslutas (dvs endast hypotes H1 prövas),

dels de börsnoterade företagen, varvid variabeln företagsform måste uteslutas, medan variablerna för koncentration och pilotinnehav kunde tas med (dvs endast hypotes H3 prövas).

eller ej samt om majoritetsägare är staten, ekonomisk förening eller andra privata ägare. Ägarna (residualkontraktssinnehavarna) har endast rätt att få ersättning ur det överskott som återstår sedan företagets alla andra kontraktspartners fått sin i förväg bestämda ersättning. Som mått på detta överskott används här resultat efter finansiella poster och skatt.

Ju effektivare företaget sköts, desto större kommer överskottet i relation till det riskkapital eller egna kapital som aktieägarna satsat genom nyteckning av aktier och kvarhållna vinstmedel att bli både på kort och lång sikt. Sett ur detta perspektiv kan avkastningen eller räntabiliteten på eget kapital användas som ett mått på effektivitet i företaget.

Data över räntabiliteten på eget kapital, PROFIT, för börsbolag under perioden 1970 till 1984 har erhållits från Findatas databas, vilken grundar sig på de uppgifter som finns publicerade i företagens årsredovisningar (se tabell 1). Findata beräknar räntabiliteten på eget kapital som resultat efter finansiella poster och 50 procents schablonskatt dividerat med genomsnittet av ingående och utgående justerat eget kapital, där justerat eget kapital är lika med redovisat eget kapital plus hälften av obeskattade reserver plus minoritetsandel minus föreslagen utdelning. Räntabiliteten för föreningsägda Södra och statsägda ASSI har på identiskt sätt beräknats utifrån data från årsredovisningarna.

Värderingskvot. Vid prövning av hypotes H3, som av naturliga skäl endast kan ske för privata börsnoterade företag, kommer värderingskvoten att användas som alternativt effektivitetsmått (tabell 3.2). Med värderingskvoten menas relationen mellan företagets börsvärde och justerat eget kapital.¹ Fördelen av att använda ett mått som värderingskvoten framför räntabiliteten på eget kapital är att hänsyn tas också till framtida överskott. På en halvstark eller starkt effektiv aktiemarknad (Fama, 1970) speglar aktiekurserna väl nuvärdet av nutida och framtida överskott i företaget.² Aktiekursens nivå och förändring är därför troligtvis det bästa måttet på effektivitet. För att möjliggöra jämförelser mellan företag och över

¹ Börsvärde är lika med antal aktier av olika slag gånger kurs per den 31/12. Justerat eget kapital definieras, som angivits ovan, som redovisat eget kapital plus egenkapitaldelen av obeskattade reserver. Värderingskvoten är ett begrepp som förekommer i Marris (1964) och som är starkt besläktat med Tobin's q-mått (Tobin 1969), vilket anger kvoten mellan företagets marknadsvärde och återanskaffningsvärdet av företagets tillgångar.

² Jämför här den diskussion om aktiemarknadens förmåga att rätt värdera företag som Gunnar Eliasson och Thomas Lindberg för i avsnitten 6.8 och 6.9 i kapitel I i denna skrift.

Tabell 1 Röntabilitet på eget kapital 1970-84
Procent

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
MoDo	18,5	4,6	1,7	15,3	34,5	12,4	2,7	-10,5
SCA	7,0	4,3	3,0	13,5	28,6	16,4	12,0	6,8
Billerud	5,6	3,4	3,4	10,8	34,6	7,4	5,5	-4,8
Holmen	9,8	1,7	4,9	13,5	36,5	19,1	5,3	2,7
Iggesund	9,8	4,8	4,1	11,5	26,7	5,6	3,6	-0,5
Korsnäs	7,3	6,8	4,8	13,3	24,9	25,6	13,9	5,0
Munksjö	11,1	0,8	3,9	11,6	28,0	10,1	4,4	-16,0
Nymölla	0,0	11,6	4,0	3,8	36,3	58,9	6,4	1,9
Papyrus	2,7	1,2	1,0	5,5	29,1	17,9	13,1	4,0
Stora	9,4	2,9	2,3	15,5	24,5	7,6	3,8	-3,4
NCB	11,0	-10,3	-10,0	34,7	70,5	3,8	-4,0	-83,1
Södra	7,9	5,4	2,9	38,3	63,8	21,7	7,5	-38,9
ASSI	6,4	0,4	-1,9	14,2	44,7	10,8	-7,8	-31,4

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
MoDo	-7,1	11,6	10,8	0,8	-5,2	0,8	19,5
SCA	5,8	10,6	12,3	9,7	6,7	12,1	16,7
Billerud	-7,1	3,7	6,2	1,6	7,9	13,6	14,2
Holmen	4,1	8,5	9,0	5,2	8,7	11,6	11,3
Iggesund	3,5	8,0	5,8	-2,1	2,8	11,6	10,4
Korsnäs	2,5	7,1	9,9	9,4	12,8	13,2	11,4
Munksjö	-29,4	-9,9	-8,3	-30,6	13,4	20,6	16,7
Nymölla	-6,6	23,5	10,4	10,9	8,8	26,5	42,2
Papyrus	2,4	8,4	7,5	6,8	10,4	14,6	16,8
Stora	3,3	8,8	11,7	8,5	4,5	9,9	17,8
NCB	-25,3	-23,9	-36,2	-19,3	3,5	14,1	21,0
Södra	-42,9	3,4	-6,7	-13,8	-11,9	37,4	57,9
ASSI	-19,0	-4,5	0,5	-21,3	-22,8	7,1	16,8

Anm: Röntabiliteten definierat som resultat efter finansiella poster och 50 procents schablonskatt dividerat med genomsnittet av ingående och utgående justerat eget kapital.

Källa: Findata och årsredovisningar 1970-84.

tiden måste detta mått normeras. Ett sätt att åstadkomma detta är relatera företagens börsvärde till satsat riskkapital representerat av justerat eget kapital.

Företagsform. I den empiriska studien representeras företagsform av dummy-variablen PRIV som antar värdet 1 för privata börsnoterade företag och 0 för gruppen "övriga företag". I gruppen "övriga företag" är således både statliga och skogsägarägda företag inkluderade. En anledning till denna förenkling är det ringa antalet företag som gör en ytterligare uppdelning av materialet i statliga re-

Tabell 2 Värderingskvoten 1976, 1978, 1981 och 1984¹

	1976	1978	1981	1984
MoDo	0,473	0,202	0,303	0,672
SCA	0,794	0,526	0,911	1,237
Billerud	0,485	0,376	0,367	1,229
Holmen	0,546	0,545	0,529	1,917
Iggesund	0,692	0,458	0,898	0,935
Korsnäs	0,861	0,724	0,857	1,683
Munksjö	0,660	0,216	0,142	1,812
Nymölla	0,700	0,652	0,860	1,492
Papyrus	0,709	0,540	0,340	0,826
Stora	0,764	0,473	0,902	1,900

Anm: Värderingskvoten definieras som borsvärdet den 31 december dividerat med justerat eget kapital.

Källa: Årsredovisningar och deklarationskurser.

spektive skogsägarägda företag mindre meningsfull.²

Koncentrationsmått. Koncentrationsmått är avsedda att för börsnoterade bolag spegla aktieägarnas möjlighet att via bolagsstämma och bolagsstyrelse utöva ett direkt inflytande på företagets skötsel. Ju högre koncentration, desto större möjlighet att utöva ett sådant direkt inflytande. I den mån det finns starka samband mellan ägare genom nära släktskap, deläggande, korsäggande eller s k "ask-i-ask"- äggande, har ägarna sammanförts till olika ägarsfärer vilka anses ha särskilt hög grad av intressegemenskap och möjligheter till konformt agerande (jfr Sundqvist, 1985). Bland skogsföretagen tillhör Papyrus, Nymölla och Stora Wallenberg-sfären, MoDo och Iggesund Carlgren-Kempe-sfären och SCA Handelsbank-sfären (se tabellen i Bilaga 1).

Möjligheten till direkt inflytande speglas av den andel av företagets totala röstetal som vissa aktieägare har. I de företag som har aktieslag med olika röstetal innebär detta att andel av aktiekapitalet inte kan användas som mått på inflytandegrad. Företag med aktieslag med olika röststyrka är MoDo, Holmen, SCA, Munksjö och Korsnäs (efter 1979). För dessa bolag måste en omräkning till röstandel göras.

¹ Pga förändringar i redovisningsprinciper har det inte gått att beräkna jämförbara värden för år 1971. För år 1984 har Storas justerade egna kapital beräknats som differens mellan det som framgår av årsredovisningen för Stora (inklusive Billerud) och det som framgår av årsredovisningen för Billerud.

² En studie har körts utan ASSI varvid det inte erhöles några större skillnader ifråga om värde på koefficienter och signifikans.

I studien används används de fem största ägarnas andel av företags total röstetal som mått på ägarkoncentration (se Bilaga 1 och tabell 3.3).¹ Ett motiv till användning av detta mått, betecknat CR, är att det i huvudsak är ägare av denna storleksordning som pga sin ägarandel får plats i företags styrelse. Det kan därför antas att dessa fem ägare i fall av utbrett missnöje med det sätt på vilket företaget styrs är de som har störst möjlighet att genom sitt agerande åstadkomma förändringar. Ett annat motiv är att detta mått använts i en nyligen genomförd studie av Demsetz & Lehn (1985), som är en tvärsnittsstudie av amerikansk tillverkningsindustri för perioden 1976-80. Det är av intresse att jämföra våra resultat om samband mellan ägande och effektivitet med resultaten från denna tidigare undersökning.

Som alternativt mått på ägarinflytande används *störste ägares röstandel*. En dummy-variabel OC har beräknats utifrån om största ägares röstandel överstiger eller inte överstiger 15 (dvs OC=1 om största ägares röstandel > 15 % annars är OC=0) Ifall denna gräns överskrids betraktas företaget som ägarkontrollerat. I annat fall anses det vara primärt kontrollerat av företagsledningen. Gränsen 15 % ansluter sig till det schema som Marris (1964) använder sig av när han klassificerar företag som kontrollerade av ägare eller företagsledning. Detta mått har använts i två tidigare studier (Radice, 1971, och Steer & Cable, 1978). Båda dessa studier hade livsmedels-

Tabell 3 De fem största ägarnas röstandel i börsnoterade svenska skogsbolag 1971, 1976, 1978, 1981 och 1984
Procent

	1971	1976	1978	1981	1984
MoDo	53,9	66,4	59,8	60,7	64,2
SCA	36,5	39,9	43,7	48,0	53,1
Billerud	34,5	25,7	29,1	58,7	60,0
Holmen	49,4	40,0	57,6	65,1	74,4
Iggesund	30,0	26,9	31,2	66,9	72,0
Korsnäs	40,3	33,6	42,3	48,9	48,7
Munksjö	59,2	76,2	77,7	75,8	21,0
Nymölla	50,0	66,3	66,4	67,2	70,1
Papyrus	69,7	51,2	52,1	52,9	54,6
Stora	26,9	28,4	31,4	32,8	59,0

Källa: se Bilaga 1.

¹ Jämför Demsetz & Lehn (1985, s 1164), som visar på hög grad av korrelation mellan olika typer av mått som 5 största, 20 största och Herfindahl index. Vårt ägarmaterial är inte tillräckligt omfattande för att kunna beräkna värden på de två sistnämnda måtten. Regressionskorningar har däremot gjorts för två alternativa mått på ägarinflytande som är beräknade utifrån största ägares röstandel.

och verkstadsindustri i Storbritannien under perioderna 1957-67 respektive 1967-71 som studieobjekt.

På grund av svårigheter att från årsredovisningar och andra källor erhålla data över ägarstrukturen äldre än ett par tre år tillbaka har ett antal typår som får representera perioden 1970 till 1984 valts ut. Dessa typår är 1971, 1976, 1978, 1981 och 1984. 1971 och 1976 års siffror har hämtats från Forsgren (1972 och 1976). Värdena för 1978, 1981 och 1984 bygger på årsredovisningar samt uppgifter direkt från bolagen och från Arbetslivscentrums databank om ägarstrukturer.

Konjunktur, hävstångseffekter och självförsörjning av skogsråvara. För att justera för inverkan av konjunktur och andra branschgemensamma faktorer används variabeln MARG, som visar kvoten mellan bruttovinst och förädlingsvärde för massa-, pappers- och trävaruindustrin under perioden 1970 till 1984. På företagsnivå medför skillnader i soliditet att konjunkturvariationer i olika grad påverkar räntabiliteten på eget kapital (PROFIT). Sambandet mellan soliditet och räntabilitet kan uttryckas som:

$$(3.1) R_E = (R_T - R_S) \times 1/\text{soliditet} + R_S^1$$

där: R_E =räntabilitet på eget kapital

R_T =räntabilitet på totalt kapital

R_S =genomsnittlig skuldränta

I vår studie representeras företagets soliditetsgrad (se tabell 9) av variabeln SOLID och $(R_T - R_S)$ i formeln ovan av variabeln DIFF. Variabeln $S = \text{DIFF} \times 1/\text{SOLID}$ uttrycker den samlade hävstångseffekten av konjunktur och soliditet på företagets räntabilitet.

För att justera för inverkan av eget skogsinnehav på räntabiliteten används skogsbolagens självförsörjningsgrad av ved och timmer som variabel (se tabell 4). De företag som i tabellen har högt värde för självförsörjning av skogsråvara är också i stort identisk med de företag som har störst kraftinnehav i förhållande till sin storlek. En sådan justering kan motiveras av att i balansräkningen lågt värde-

¹ Härledning av ekv 3.1

$$R_E E = R_T T - R_S S$$

$$R_E (E/T) = R_T - R_S (S/T)$$

$$R_E \text{soliditet} = R_T - R_S (1 - \text{soliditet})$$

$$R_E = (R_T - R_S) (1/\text{soliditet}) + R_S$$

där: E=eget kapital

S=skulder

T=E+S=totalt kapital

E/T=soliditet

rade skogs- och krafttillgångar skulle kunna ge upphov till högre värden på PROFIT och att god tillgång på egen skogsråvara medför minskat behov att tid efter annan trygga vedtillgången genom dyr import.

Tabell 4 Självförsörjning av skogsråvara
Schablonvärden i procent

	1970-76	1977-80	1981-84
MoDo	35	35	35
SCA	55	55	55
Billerud	35	35	35
Holmen	15	15	15
Iggesund	35	35	40
Korsnäs	55	55	55
Munksjö	5	5	0
Nymölla	0	0	0
Papyrus	0	15	15
Stora	40	40	40
NCB	0	0	0
Södra	0	0	0
ASSI	0	0	0

Källa: Årsredovisningar.

Pilotinnehav. Som mått på pilotinnehav används marknadsvärdet den siste december av VDs innehav av aktier i det egna bolaget (se tabell i Bilaga 2). Motiv till val av detta mått är att det av företagets olika kontraktspartners främst är VDn som är tilldelad en specialiserad monitorfunktion och därför på ett mer direkt sätt kan påverka residualens storlek (se Ricardo-Campbell, 1984). För jämförbarhet över tiden har förmögenhetsvärdena deflaterats med konsumentprisindex. Data över VDs pilotinnehav har hämtats ur Bankinspektionens insiderregister.

Tabell 5 summerar mått och data för de olika i studien ingående variablerna.

Tabell 5 Beskrivning av variabler

PROFIT	Räntabiliteten på eget kapital (%), 1970–84; källor: Findata och årsredovisningar.
VR	Värderingskvoten uträknat som börsvärde den 31 december dividerat med justerat eget kapital, 1976, 1978, 1981 och 1984; källor: årsredovisningar och deklarationskurser.
PRIV	Ett för privata börsnoterade bolag; noll annars.
CR	De fem största ägarnas röstandel (%), 1971, 1976, 1978, 1981 och 1984; källor: Forsgren (1972 och 1976), Arbetslivscentrums databank över ägarstrukturer, årsredovisningar och Sundqvist (1985).
OC	Ett då störste ägares röstandel är större än 15 %; noll annars.
MARG	Kvoten mellan bruttovinst och förädlingsvärde (löpande priser) för branschen sågverk, hyvlerier, träimpregneringsverk, massa-, papper- och pappersvaruindustri (SNR 3411 och 3420), 1970–84; källa: Nationalräkenskaper 1970–84, Appendix 4, SCB, N 10 SM 8501.
$S = \text{DIFF} \times 1/\text{SOLID}$	Hävstångseffekten (se ekv 3.1).
DIFF	Differensen mellan räntabiliteten på totalt kapital och genomsnittlig skuldränta för samtliga svenska börsbolag utom banker och försäkringsbolag, 1970–84; källa: Bengtsson & Josefsson (1985).
SOLID	Soliditet (%), 1970–84; källor: Findata och årsredovisningar.
FOREST	Bolagens självförsörjningsgrad av skogsråvara; källa: årsredovisningar.
PILOT	Förmögenhetsvärde av verkställande direktörens ägarintresse, 1971, 1976, 1978, 1981 och 1984, uttryckt i 1971 års penningvärde; källor: Bankinspektionens insiderregister, Riksskatteverkets deklarationskurser och SCBs konsumtionsprisindex.

3.4 Resultat

3.4.1 Effektivitet och företagsform

Vid test av sambandet mellan effektivitet och företagsform enligt hypotes H1 används regressionsanalys. Det funktionssamband som härvid skattas enligt minsta kvadratmetoden (sk OLS-skattning) är räntabiliteten på eget kapital (PROFIT) som en funktion av företagsform (representerad av dummy-variabeln PRIV), självförsörjning av skogsråvara (FOREST), konjunktur (MARG) och hävstångseffekt (S) dvs

PROFIT = f (PRIV; FOREST; MARG; S).

OLS-skattningen ger följande resultat:

$$\begin{aligned} \text{PROFIT} = & - 23,50 + 9,69 \text{ PRIV} + 0,14 (10^{-1}) \text{ FOREST} + \\ & (8,388) \quad (3,670) \quad (0,266) \\ & + 63,54 \text{ MARG} + 54,20 \text{ S} \\ & (6,995) \quad (3,543) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,50 \quad \text{Justerat } R^2 = 0,49 \quad F = 48,0 \quad N = 195$$

(t-värden inom parentes under skattade koefficienter)

(D-W är inte meningsfullt att använda då det här är fråga om en blandning av tvärsnitt- och tidsseriedata.)

Det höga F-värdet tyder på att de i funktionen ingående oberoende variablerna tillsammans signifikant påverkar räntabiliteten på eget kapital. Av de olika oberoende variablerna kan klar positiv signifikans påvisas för företagsform (PRIV), konjunktur (MARG) och hävstångseffekt (S). Koefficienten för variabeln PRIV tyder på stark positiv påverkan på företagets räntabilitet ifall företaget är privat börsnoterat istället för statligt eller skogsägarägt. Vår hypotes (H1) om börsnoterade privata aktiebolags överlägsenhet i fråga om kontroll och incitament och de gynnsamma effekter dessa egenskaper kan ha på företagets vinstmaximeringsbeteende kan således inte förkastas. Tvärtom indikeras ett starkt positivt samband mellan residualens storlek och aktiebolagsform, börsnotering och privat ägande.

Testresultaten överensstämmer med de som erhållits i en annan studie där sambanden mellan effektivitet och ägande i svensk läkemedelsindustri undersökts (Bjuggren, 1987). De olika företagsformer som därvid undersöktes var privata börsnoterade, stiftelseägda och statliga företag.

Det höga värdena på koefficienterna för MARG och S visar skogsbranschens starka konjunkturkänslighet och soliditetens betydelse för residualens storlek. Självförsörjning av skogsråvara (FOREST) har dock enligt studien ingen signifikant påverkan på räntabiliteten på det egna kapitalet (PROFIT). Det oelastiska utbudet av inhemsk vedråvara medför troligen att de vinster som kan finnas med en hög självförsörjningsgrad varierar över tiden beroende på konjunkturläge, vilket skulle kunna förklara den låga signifikansen.

3.4.2 Ägarstruktur och effektivitet i börsnoterade skogsbolag

I en andra del av vår empiriska undersökning testas, för *enbart börsnoterade privata bolag*, hur effektiviteten enligt hypotes (H3) påverkas av ägarkoncentration och skiljelinnehav. OLS-skattningar, då poolade data för år och bolag används, redovisas i tabell 6. F-värdet tyder åter på en signifikant samlad påverkan från de oberoende variablerna. T-värdena visar för de poolade regressionerna på signifikans endast för variabeln konjunktur (MARG). Liksom i Demsetz & Lehn (1985), som var en ren tvärsnittsstudie, får hypotesen att separation mellan ägande och kontroll medför minskad lönsamhet i företagen inget stöd i vår empiriska undersökning då räntabiliteten på eget kapital (PROFIT) används som beroende variabel. Tecknet på den skattade koefficienten för ägarkoncentration indikerar snarare ett negativt samband mellan ägarkoncentration och vinst.

Ifall istället dummyvariabeln OC används som ägarvariabel (se tabell 5) fås däremot ett positivt samband mellan ägarinflytande och effektivitet mätt som PROFIT. T-värdet indikerar emellertid låg

Tabell 6 Poolad regression¹

	PROFIT		VR	
Konst	-2,59 (0,41)	-12,69 (2,69)	-0,33 (0,88)	-0,18 (0,56)
CR	-14,59 (1,58)	-	0,51 (0,94)	-
OC	-	2,29 (0,70)	-	0,13 (0,59)
PIL	-0,00006 (0,14)	-0,0002 (0,54)	0,00004 (0,30)	0,00007 (0,47)
FOREST	-0,007 (0,09)	-0,071 (1,07)	0,005 (1,05)	0,003 (0,76)
MARG	55,72 (5,34)	52,60 (5,02)	2,12 (3,31)	2,24 (3,52)
R ²	0,41	0,38	0,28	0,27
JUST R ²	0,35	0,33	0,20	0,19
F	7,71	6,91	3,44	3,26
N	50	50	40	40

¹ Variabeln S har här uteslutits pga multikollinearitet (korrelationskoefficienten mellan S och MARG lika med 0,92). Den uppkomna multikollineariteten är en följd av att soliditeten uppvisar ringa grad av variation inom gruppen börsnoterade privata bolag. Däremot är skillnaden i soliditet grupperna privata börsnoterade företag och övriga företag stora (se figur 1 och tabell 5).

grad av signifikans. Intressant är att notera att i de två tidigare studier (Radice, 1971, och Steer & Cable, 1978) där OC använts som ägarvariabel och PROFIT (räntabilitet på eget kapital) som effektivitetsvariabel, uppmättes också ett positivt samband mellan ägarinflytande och effektivitet. Till skillnad från denna studie var sambanden också signifikanta på 5-procentsnivån. Dessutom rörde det sig om rena tvärsnittsstudier.

När istället VR, som är besläktat med Tobin's Q, används som ägarvariabel förändras tecknen för både ägarinflytande och pilotinnehav. Oavsett vilket mått på ägarinflytande som använts, CR eller OC, blir förtecknet positivt. Också påverkan genom pilotinnehav blir positiv. Signifikansen för dessa skattade koefficienter är dock mycket låg. Till skillnad från det fall då PROFIT är beroende variabel har vi här inga tidigare studier att jämföra med. Ur alla synvinklar såväl teoretiska som empiriska borde VR vara ett bättre mått på effektivitet (jfr diskussion i föregående avsnitt och i avsnitt 5, kapitel II, i denna bok).

Poolade regressioner av den typ som redovisas i tabell 6 kan innebära problem om de statistiska sambanden inte är stabila över tiden. Såväl storlek som tecken på skattade koefficienter kan variera från ett år till ett annat. För att kontrollera hur stabila de erhållna sambanden är över tiden gjordes också årsvisa OLS-skattningar för de två beroende variablerna PROFIT och VR (se tabellerna 7 och 8). Dessa årsvisa skattningar visade med ett par undantag på betydande instabilitet både ifråga om tecken och storlek på skattade koefficienter. De två undantagen var variabeln MARG då PROFIT var beroende variabel och variabeln PILOT då värderingskvoten VR användes som beroende variabel. Det stabila sambandet mellan MARG och PROFIT kan anses vara mer eller mindre väntat då det borde vara ett stabilt positivt samband mellan årets vinst på företags- och branschnivå.

Ett stabilt positivt samband mellan PILOT och VR är mycket mer intressant än ett samband mellan PROFIT och MARG, eftersom det påverkar vår tolkning av hypotesen H3 om sambandet mellan effektivitet och pilotinnehav. Om OC används som ägarvariabel är koefficienten för pilotinnehav signifikant på 10-procentsnivån för två av de fyra åren (signifikant för åren 1976 och 1981). Risken för felaktig slutsats om signifikans kan under vissa förutsättningar, som visats i Eliasson (1976, s 96), beräknas till omkring 1 procent.¹

¹ Risken att dra felaktig slutsats om signifikans kan som visats av Eliasson (1967, s 96) beräknas till:

$$p = \sum_{k=3}^4 \binom{4}{k} 0,1^k (1-0,1)^{(4-k)} \approx 0,01$$

Tabell 7 Regression för varje enskilt år då PROFIT är beroende variabel

	Konst	CR	OC	PIL	FOREST	MARG	R ²
1971	-41,2 (1,46)	37,7 (1,14)	-	-0,0004 (1,04)	0,43 (1,39)	37,74 (2,59)	0,79
	-21,3 (<0,01)	-	4,0 (<0,01)	-0,0002 (0,37)	0,17 (0,42)	44,34 (1,72)	0,23
1976	-3,60 (0,35)	3,84 (0,29)	-	0,004 (0,43)	-0,11 (0,51)	29,62 (2,10)	0,70
	-1,89 (0,26)	-	0,71 (0,15)	0,005 (0,59)	-0,14 (0,70)	29,94 (2,07)	0,70
1978	16,48 (1,40)	-16,68 (2,24)	-	-0,004 (2,22)	-0,12 (0,61)	21,67 (2,47)	0,80
	49,34 (1,75)	-	20,88 (1,72)	-0,003 (1,79)	-1,21 (1,67)	19,56 (2,04)	0,75
1981	-3,17 (0,13)	-32,89 (1,14)	-	0,05 (2,03)	-1,91 (1,23)	77,03 (1,93)	0,91
	-20,96 (1,05)	-	-5,63 (0,41)	0,04 (1,59)	-2,75 (1,74)	103,68 (2,97)	0,88
1984	-7,31 (0,55)	8,23 (0,35)	-	0,009 (0,73)	0,003 (0,01)	33,66 (1,91)	0,55
	-10,33 (1,33)	-	6,92 (1,23)	0,005 (0,50)	0,006 (0,05)	37,93 (2,81)	0,64

Förutom pilotinnehav tar hypotes H3 upp sambandet ägarkoncentration och effektivitet. Slutsatsen vad gäller vårt test av denna andra del av hypotes H3 är betydligt mindre entydig. Tecknet på skattad koefficient varierar från år till år både då PROFIT och VR används som beroende variabel. En förklaring till denna variation skulle kunna vara att förutom ägarkoncentration så har typ av ägare betydelse för incitament och kontroll. Det kan finnas skillnader mellan olika typer av institutionella ägare som försäkringsbolag och investmentbolag och fysiska personer som ägare (se Hedlund, Hägg, Hörnell och Rydén, 1985).

3.4.3 Företagsform, finansiell struktur och dynamisk effektivitet

I enlighet med vår teori (se avsnitt 2.3) torde också ur ett mer dynamiskt perspektiv finnas skillnader i effektivitet mellan företagsformerna privata börsnoterade respektive skogsägarägda och statliga skogsbolag. Dessa skillnader tar sig enligt hypotes (H2) uttryck i en

Tabell 8 Regression för varje enskilt år då VR är beroende variabel

	Konst	CR	OC	PIL	FOREST	MARG	R ²
1976	-0,14 (0,11)	1,04 (0,63)	-	0,0009 (0,72)	-0,011 (0,41)	1,27 (0,73)	0,55
	1,24 (1,56)	-	-0,68 (1,36)	0,002 (1,63)	-0,040 (1,88)	2,20 (1,41)	0,65
1978	-1,36 (0,62)	1,23 (0,89)	-	0,0001 (0,39)	0,026 (0,72)	0,85 (0,53)	0,33
	-3,35 (0,70)	-	-1,34 (0,64)	0,00008 (0,26)	0,095 (0,76)	1,06 (0,65)	0,28
1981	2,25 (2,91)	-3,41 (3,59)	-	0,004 (4,36)	0,12 (2,27)	-1,58 (1,21)	0,88
	1,86 (8,11)	-	-1,70 (10,8)	0,003 (9,72)	0,007 (0,39)	-0,55 (1,39)	0,98
1984	-1,85 (1,56)	3,09 (1,50)	-	0,0009 (0,83)	0,027 (1,67)	0,87 (0,56)	0,54
	-1,41 (2,20)	-	1,11 (2,39)	0,00008 (0,01)	0,017 (1,82)	2,23 (2,01)	0,69

lägre soliditet i skogsägarägda och statliga företag än i privata börsnoterade företag.

Skogsägarägda företag antas pga residualkontraktets utformning ha större svårigheter än privata börsnoterade företag att skaffa riskkapital. En därigenom lägre soliditet medför för dessa företag både ett latent konkurshot och sämre tillväxtpöjligheter. I statsägda företag kan det svaga sambandet mellan privat förmögenhet och företagseffektivitet samt statens betoning av politiska målsättningar som exempelvis sysselsättning och regionalpolitik leda till en minskad dynamisk effektivitet som bl a tar sig uttryck i att anläggningar som är olönsamma både på kort och lång sikt drivs vidare (jfr Örtengrens kapitel IV i denna skrift). Den låga lönsamheten speglas i en sjunkande soliditet som för förhindrande av konkurs måste motverkas genom återkommande kapitaltillskott från ägaren staten.

För den undersökta perioden 1970 till 1984 skiljer sig soliditeten markant mellan de olika företagsformerna (se figur 1 och tabell 9). Fram till 1978 ligger soliditeten 15–20 % lägre för gruppen statliga och skogsägarägda företag. Under högkonjunkturåren 1973 till 1975 minskar differensen till gruppen börsnoterade privata företag. Den höga räntabiliteten ger under dessa år möjligheter till förbättring av den låga soliditeten genom nedplöjning av vinst (jfr tabell 1).

Tabell 9 Soliditet 1970-84
Procent

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
MoDo	22	26	25	30	35	32	28	28
SCA	30	33	33	33	36	37	36	36
Billerud	30	28	28	31	36	37	34	35
Holmen	37	37	34	30	30	34	32	27
Iggesund	40	38	40	41	39	41	37	35
Korsnäs	36	38	37	36	39	39	39	41
Munksjö	42	33	28	24	30	28	24	20
Nymölla	24	23	38	24	37	39	41	43
Papyrus	56	54	43	38	39	53	37	35
Stora	38	37	32	33	32	31	27	30
NCB	10	8	7	10	16	15	13	12
Södra	10	8	7	9	19	21	18	12
ASSI	37	30	27	28	28	24	19	15

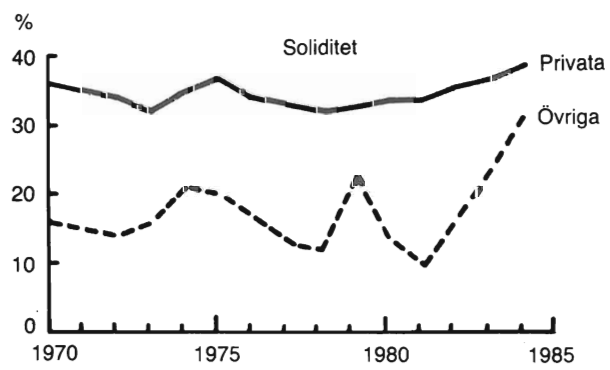
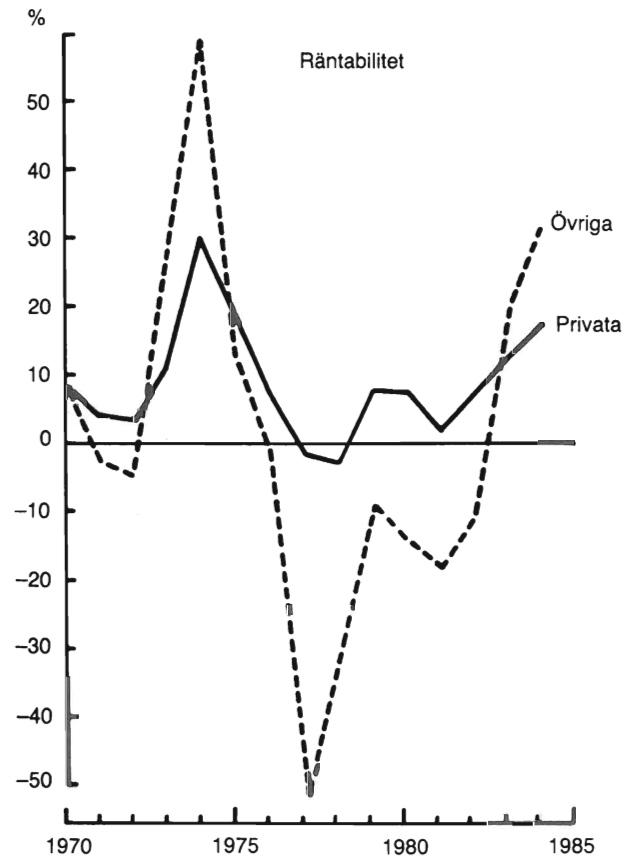
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
MoDo	29	30	31	30	25	27	27
SCA	36	34	35	34	36	37	38
Billerud	28	31	33	31	36	39	42
Holmen	27	27	29	31	32	31	35
Iggesund	37	33	34	32	31	30	36
Korsnäs	42	42	43	42	41	41	43
Munksjö	16	18	18	17	23	28	34
Nymölla	35	38	39	41	47	48	48
Papyrus	34	39	41	52	56	57	56
Stora	39	39	38	34	34	34	27
NCB	10	28	6	6	20	27	32
Södra	8	18	17	14	9	18	32
ASSI	19	24	20	11	22	28	33

Källor: Findata och årsredovisningar.

I enlighet med den s k hävstångsprincipen varierar räntabiliteten på eget kapital mer för företag med låg soliditet (jfr Urwitz 1980 och SOU 1979:10). Variationerna i räntabiliteten på eget kapital är också betydligt större för gruppen skogsägarägda och statliga bolag (jfr figur 1). Den höga räntabiliteten under högkonjunkturåren 1973 till 1975 för skogsägarägda och statliga företag förbyts i kraftigt negativ räntabilitet under den efterföljande lågkonjunkturen. Soliditeten sjunker i förhållande till privata börsnoterade företag genom de förluster som ackumuleras på balansräkningens creditsida.

Till en sjunkande soliditet bidrar också de företagsförvärv med kontanta medel som ASSI, Södra och NCB gör 1974, 1976 och 1977 (ASSI förvärfvar Örebro Pappersbruk 1974, Södra förvärfvar Klippans Finpappersbruk 1976 och NCB förvärfvar Lilla Edet 1977). De privata börsbolagen har genom att istället använda nyemitterade

Figur 1 Räntabilitet på eget kapital och soliditet hos börsnoterade privata resp övriga skogsbolag 1970-84



aktier i det egna bolaget som betalningsmedel kunnat bevara sin soliditet (se t ex Papyrus förvärv av Ry AB (1975) och Kopparfors (1976), Storas förvärv av Bergvik & Ala (1975), SCAs förvärv av Mölnlycke (1975) och sammanslagningen av Uddeholms skogsindustriella verksamhet med Billerud 1978). Aktier i det egna bolaget är härvid inte användbara som betalningsmedel för statliga och skogsägarägda företag, eftersom majoritetsägarna har andra primära målsättningar än att ge utdelningen i relation till aktieinnehav.¹⁵

Kring 1978 hade soliditeten hos skogsägarägda och statliga bolag sjunkit till en sådan låg nivå att konkurshotet tedde sig akut. Skogsägarföreningen Skåneskog med halvkemisk massafabrik i Broby går i konkurs i slutet av 1978. Skogsägarföreningen Vänerskog med fyra massa- och pappersfabriker säljer under 1979 i syfte att förbättra soliditeten sina elkrafttillgångar för 240 milj kr. 1981 går Vänerskog i konkurs trots ett genomfört ackord året innan där lånefordringar på sammanlagt 398 mkr avskrevs. 298 mkr av dessa avskrivna fordringar var statliga.

Även de i vår studie ingående skogsägarägda företagen var tvungna att begära hjälp av staten för att kunna överleva. NCB bedömdes redan 1978 vara nära en betalningsinställelse med åtföljande konkurs. För att rädda företaget erhöles då ett statligt lån på 400 mkr med villkorlig betalningsskyldighet. Följande år, 1979, tillsköt staten 600 mkr i riskkapital och blev majoritetsägare i företaget. I samband härmed avskrevs också villkorsslånet på 400 mkr med upplupen ränta. Soliditeten förbättrades genom dessa åtgärder från 10 till 28 % (jfr tabell 5). I slutet av 1980 var NCB åter konkursfärdigt. Riksdagen beslöt därför i maj 1981 att tillskjuta ytterligare 300 mkr i riskkapital och 100 mkr i form av långfristigt lån. Statens andel av aktier och röster kom därvid att uppgå till 76 respektive 96 %. NCB har således under perioden 1978 till 1981 erhållit totalt 1 300 mkr i riskkapital från staten.

Södra stod inför ett akut konkurshot 1979. För att undanröja konkurshotet fattades en överenskommelse med staten om ett riskkapitaltillskott på 500 mkr genom riktad nyemission. Staten blev därigenom ägare till 40 % av aktiekapitalet och soliditeten förbättrades

¹ Mälarskog är härvid intressant som enda skogsägarägda bolag vars aktier noteras på en fondhandlarlista den sk C-listan. Det bör härvid noteras att det i Mälarskogs fall är fråga om preferensaktier med förtursrätt till 10 procents utdelning på satsat kapital. Detta till skillnad från de börsnoterade företagens stamaktier för vilka utdelningens storlek är direkt beroende av residualens storlek. Det kan också noteras att det i huvudsak är personer eller institutioner med någon anknytning till Mälarskog som är aktieinnehavare och att preferensaktieägarna är representerade i styrelsen för Mälarskog Industri AB genom tre valda ledamöter.

från 8 till 18 %. 1982 hade soliditeten återigen sjunkit till under 10 %. Styrelsen i Södras industribolag beslöt då att till samtliga aktieägare föreslå en nyemission om ytterligare 500 mkr för att med bibehållen ägarstruktur öka soliditeten i bolaget. För skogsägarföreningen Södra Skogsägarnas del skulle kapitaltillskottet finansieras genom en ökning av medlemmarnas insatsskyldighet från 100 kr/ha till 400 kr/ha. Till att börja med var det tänkt att 35 % av den nya insatsskyldigheten skulle förhandsinbetalas under 1983. Efter ett utträde av drygt 40 % av medlemmarna (16 409 av 38 876) hade vid årsskiftet 60 mkr inbetalats. Ytterligare inbetalningar var ej nödvändiga pga av det vinstinflöde som den under 1983 påbörjade högkonjunkturen medförde. Istället kunde Södra ek för nu genom att lösa ut staten öka sin ägarandel från 60 till 100 %.

Också det statliga skogsföretaget ASSI kom under en period från 1977 till 1983 att för sin fortlevnad bli beroende av ständigt återkommande ägartillskott från staten. Sammanlagt betalade staten under denna sjuårsperiod ut 2 875 mkr i ägartillskott. Ökningarna av soliditeten 1978-79 och 1982-83 kan till största delen förklaras av dessa ägartillskott.

4 Sammanfattande kommentarer

I vår studie har olika aspekter av sambandet mellan ägande och effektivitet undersökts teoretiskt och empiriskt med svenska massa- och pappersföretag 1970–84 som undersökningobjekt. Inledningsvis beskrevs den kontraktssituation som karakteriserar innehavarna av residualkontrakt i ett företag (vilka vanligtvis betecknas som företags "ägare"). Sambanden mellan ägande och effektivitet diskuterades med hänsyn till ägarkoncentration, aktiemarknaden som marknad för kontroll samt existensen av marknader för företagsledning och bolagsstyrelser. Därpå följde en diskussion om skillnader i sambanden mellan residualkontrakt och effektivitet beroende på om skogsbolag var privata börsnoterade, statliga eller skogsägarägda.

I den empiriska undersökningen konstaterades att privata börsbolag uppvisar signifikant högre effektivitet mätt som räntabilitet på eget kapital. Något statistiskt signifikant och entydigt samband mellan ägarkoncentration och effektivitet hos privata börsnoterade bolag kunde inte påvisas. Tecknet på erhållna samband varierade beroende på val av effektivitetsvariabel, val av koncentrationsmått och mellan enskilda år. En tänkbar förklaring till denna variation, som inte närmare undersökts här, skulle kunna vara att också typ av ägare, enskilda eller institutioner, har implikationer för företags

effektivitet. Ett entydigt positivt samband mellan effektivitet och skiljaktighet i innehav erhöles ifall värderingskvoten (förhållandet mellan börsvärde och justerat eget kapital) användes som effektivitetsmått. Sambandet var dock inte signifikant annat än för några enstaka år.

I ett sista avsnitt studerades sambandet mellan effektivitet och ägande ur ett mer dynamiskt perspektiv med avseende på företagens tillväxt- och överlevnadsförmåga. Det konstaterades härvid att utan omfattande statliga hjälpinsatser hade samtliga i vår studie ingående skogsägarägda och statliga bolag gått i konkurs, en slutsats som också dras i Örtengrens kapitel IV i denna bok.

De erhållna sambanden mellan ägande- eller företagsform och effektivitet överensstämmer med de som erhållits i en annan studie där svensk läkemedelsindustri undersöktes (Bjuggren 1987). I denna studie visades att privata börsnoterade bolag hade både högre lönsamhet mätt som räntabilitet på eget kapital och högre tillväxttakt än stiftelseägda och statliga bolag.

Bilaga 1

De fem största ägarnas röstandel i privata börsnoterade skogsbolag 1971, 1976, 1978, 1981 och 1984

Procent

MoDo	1971	1976	1978 ^a	1981	1984
Fam. Kempe o Carlgren inkl närstående stiftelser och bolag	44,6	46,9	44,8	44,1	46,1
Fjärde AP-Fonden	–	7,6	6,3	6,8	6,5
SHBs Pensionsstiftelse	–	5,0	5,0	5,0	5,0
Trygg-Hansa	2,5	4,0	2,2	2,5	–
Eiser Invest AB	–	2,9	–	–	–
KPK Invest AB	–	–	–	–	4,2
10 Länsförsäkringsbolag	–	–	–	–	2,4
Sparinvest aktiefond	–	–	–	2,3	–
Elisabeth Poppler	2,1	–	–	–	–
Catherina Hillman	1,9	–	–	–	–
Summa	53,9	66,4	59,8	60,7	64,2

SCA	1971	1976	1978	1981	1984
SHB-sfären	28,0	22,3	24,1	25,8	29,5
Industrivärden					
SHBs Pensionsstiftelse					
Oktagonen					
Promotion					
Custos	–	12,9	13,0	14,6	16,7
Fjärde AP-Fonden	–	–	1,4	2,3	2,9
Trygg-Hansa	4,0	1,8	2,5	3,1	2,5
Skandia	2,3	1,8	2,7	2,2	1,5
SPP	1,4	1,1	–	–	–
Röda Korset	0,8	–	–	–	–
Summa	36,5	39,9	43,7	48,0	53,1

Billerud	1971	1976	1978	1981	1984 ^b
Custos	25,0	14,9	12,6	–	–
Uddeholm	–	–	–	50,0	49,4
Tresor	–	–	–	–	6,2
Trygg-Hansa	4,3	4,3	3,7	–	0,9
SPP	1,8	2,2	3,6	2,5	2,3
Concordia	–	–	–	2,4	–
Papyrus	–	–	–	2,3	–
SHBs Pensionsstiftelse	1,5	–	–	–	–
SE-bankens Pensionsstiftelse	–	2,2	–	1,5	1,2
Fjärde AP-Fonden	–	–	5,4	–	–
Skandia	1,9	2,1	3,8	–	–
Summa	34,5	25,7	29,1	58,7	60,0

Holmen	1971	1976	1978	1981	1984
Dagens Nyheter	19,0	17,2	25,9	32,3	30,5
Ratos	19,6	15,6	24,1	29,0	29,2
Skandia	3,7	2,8	4,2	0,8	2,8
SE-Bankens Pensionsstiftelse	4,7	3,1	-	-	3,1
SHBs Pensionsstiftelse	-	-	-	-	2,9
Säfveån	2,4	-	-	-	-
Trygg-Hansa	-	1,3	2,0	1,6	-
SPP	-	-	1,4	1,4	-
Lundbergföretagen	-	-	-	-	8,7
Summa	49,4	40,0	57,6	65,1	74,4

Iggesund	1971	1976	1978	1981	1984
Fam Trygger inkl fonder	12,6	10,4	11,7	7,1	7,1
Ulla af Ugglas	7,5	4,3	4,7	-	-
Skandia	5,0	4,2	5,0	-	-
Trygg-Hansa	2,8	4,2	4,2	-	-
SPP	2,1	-	-	-	-
Beijerinvest	-	3,8	-	-	-
SHB-sfären	-	-	5,6	6,2	7,1
SHBs Pensionsstiftelse	-	-	-	-	-
Oktagonen	-	-	-	-	-
Stora	-	-	-	17,5	-
Öhman Invest	-	-	-	4,9	-
MoDo	-	-	-	31,2	49,8
Rang Invest	-	-	-	-	5,1
Fondspar	-	-	-	-	2,9
Summa	30,0	26,9	31,2	66,9	72,0

Korsnäs	1971	1976	1978	1981	1984
Stenbeck-sfären	30,5	23,8	29,9	33,4	37,2
Kinnevik	-	-	-	-	-
KB Emesco	-	-	-	-	-
Barkman	4,1	3,8	4,0	4,2	3,0
Skandia	2,4	2,0	2,9	4,4	4,5
Trygg-Hansa	2,3	2,5	3,4	5,1	2,4
SPP	1,0	-	-	-	-
Cardo	-	1,5	2,1	1,8	1,6
Summa	40,3	33,6	42,3	48,9	69,4

Munksjö	1971	1976	1978	1981	1984
Malmros Rederi AB	35,0	48,7	49,2	49,2	–
Hasselfors	9,0	–	–	–	–
SE-Bankens Pensionsstiftelse	6,4	5,8	5,0	5,0	–
Providentia	6,0	6,8	6,8	6,5	–
Lennert Heijne	2,8	–	–	–	–
SÅBI	–	11,9	14,0	–	–
AB Skåneintressenter	–	3,0	2,7	–	–
Fam Lindh med bolag	–	–	–	11,3	1,6
Fam Stockhaus	–	–	–	3,8	–
Carnegie	–	–	–	–	8,6
Industrivärden	–	–	–	–	5,8
Banco	–	–	–	–	3,0
Götabankens Pensionsstiftelse	–	–	–	–	2,0
Summa	59,2	76,2	77,7	75,8	21,0
Nymölla	1971	1976	1978	1981	1984
Wallenberg-sfären	42,6	59,3	59,3	59,9	58,9
Ry AB					
Rydöströms AB					
Papyrus					
Export Invest					
Providentia					
SE-Bankens Pensionsstiftelse	3,6	2,9	3,0	3,1	2,7
SPP	2,2	1,8	1,8	1,8	1,5
Skandia	0,8	–	–	–	–
Trygg-Hansa	0,8	–	–	–	–
Ratos	–	2,3	2,3	2,4	2,0
Sparbankernas aktiefond	–	–	–	–	5,0
Summa	50,0	66,3	66,4	67,2	70,1
Papyrus	1971	1976	1978	1981	1984
Wallenberg-sfären	63,6	36,8	37,5	36,7	33,4
Investor					
Providentia					
Export Invest					
Fam Wallenberg inkl fonder och bolag					
SPP	2,6	–	–	–	5,0
Trygg-Hansa	1,6	–	–	–	–
Karin Ekenberg	1,0	–	–	–	–
SE-Bankens Pensionsstiftelse	–	2,9	3,0	4,7	4,4
Ratos	–	4,1	4,1	4,1	8,9
AB Hälsingekraft	–	4,0	4,0	4,1	–
Skandia	0,9	3,4	3,5	3,3	2,9
Summa	69,7	51,2	52,1	52,9	54,6

Stora	1971	1976	1978	1981	1984
Wallenberg-sfären	13,3	15,6	17,5	22,1	49,6
Patricia					
Investor					
Providentia					
Fam Wallenberg inkl fonder					
Skandia	5,0	4,4	5,0	4,1	2,9
Trygg-Hansa	3,2	3,0	3,5	1,2	–
E J Ljungbergs fonder	3,1	2,6	2,6	2,6	2,3
SPP	2,3	2,8	2,8	2,8	2,3
SE-Bankens Pensionsstiftelse	–	–	–	–	1,9
Summa	26,9	28,4	31,4	32,8	59,0

^a De i årsredovisningen för 1979 upptagna värdena avseende ägarsituationen i september 1979 har använts som proxy.

^b Stora träffade i september 1984 överenskommelse med Uddeholm och Tresor om förvärv av dessa bolags aktier i Billerud. Samma erbjudande riktades också till övriga ägare i Billerud. Per 1984.12.31 var Stora ägare till drygt 90 procent av aktier och röster i Billerud.

Källor: Forsgren (1972 och 1977), årsredovisningar, uppgifter direkt från företagen, Arbetslivscentrums databank om ägarstrukturer och Sundqvist (1985). (Ägar-data för 1971 och 1986 är hämtade från Forsgren 1972 och 1977. 1978 och 1981 års värden har framtagits ur Arbetslivscentrums databank och avser ägarsituationen i augusti/september respektive år. För MoDo, SCA och Holmen har dock beroende på uppdelning i A- och B-aktier med olika röststyrka 1978 och 1981 års värden baserats på information ur årsredovisningarna och direkt från bolagen. 1984 års ägaruppgifter är hämtade ur årsredovisningarna. För Munksjö har för 1984 Sundqvist (1986) använts som databas.)

Bilaga 2

Verkställande direktörens ägarintressen 1971, 1976, 1978, 1981 och 1984
Förmögenhetsvärde den 31 december uttryckt i 1971 års penningvärde (tkr)

	1971	1976	1978	1981	1984
MoDo	7 464	18 604	7 062	6 526	0
SCA	199	487	329	586	502
Billerud	138	0	247	235	773
Holmen	34	68	55	27	222
Iggesund	2 090	2 800	1 549	2 189	0
Korsnäs	42	28	22	23	0
Munksjö	43	233	31	2	72
Nymölla	7	325	232	279	628
Papyrus	128	324	0	6	12
Stora	171	220	376	553	171

Anm: Endast stamaktieinnehav har beaktats. Hustrus, barns och egna fonders innehav har medräknats.

Källor: Bankinspektionens insidesregister, Riksskatteverkets deklarationskurser och SCBs konsumentprisindex.

Litteratur

- Alchian, A A, 1969, "Corporate Management and Property Rights" i H G Manne (ed), *Economic Policy and Regulation of Corporate Securities*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington.
- Alchian, A A och H Demsetz, 1972, "Production, Information Costs and Economic Organization", *American Economic Review*, December.
- Bengtsson, K och M Josefsson, 1985, "Börsbolagen 1984 – en jämförelse med tidigare år", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalskrift*, nr 3.
- Berle, A A och G C Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan Company, New York.
- Bjuggren, P-O, 1980, "Efficiency and Transferability of Ownership Rights", *Statsvetenskaplig Tidskrift* nr 5.
- Bjuggren, P-O, 1985, *A Transaction Cost Approach to Vertical Integration: The Case of the Swedish Pulp and Paper Industry*, Lund Economic Studies, Lund.
- Bjuggren, P-O, 1987, *Ägande och effektivitet inom svensk läkemedelsindustri 1974-1985*, Working Paper, Lund.
- DeAlessi, L, 1983, "Property Rights, Transaction Costs, and X-efficiency", *American Economic Review*, March.
- Demsetz, H, 1983, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, June.
- Demsetz, H och K Lehn, 1985, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, nr 6.
- Eliasson, G, 1967, *Kreditmarknaden och industrins investeringar*, IUI, Stockholm.
- Eliasson, G, 1987, "Ägare, entreprenörer och kapitalmarknadens organisation – en teoretisk presentation och översikt", kapitel II i denna skrift.
- Eliasson, G och T Lindberg, 1987, Ägarrollen, innovatörerna och förnyelsen av svensk industri", kapitel I i denna skrift.
- Fama, E F, 1970, "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *Journal of Finance*, May.
- Fama, E F, 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, April.
- Fama, E F och M C Jensen, 1983, "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, June.
- Forsgren, B och O Forsgren, 1972, *Vem äger vad i svenskt näringsliv?*, Almqvist & Wiksell Förlag AB, Stockholm.
- Forsgren, O, 1976, *Vem äger vad i svenskt näringsliv?*, Almqvist & Wiksell Förlag AB, Stockholm.
- Hedlund, G, Hägg, I, Hörnell, E och B Rydén, 1985, *Institutioner som aktieägare*, SNS, Stockholm.
- Hirschman, A O, 1970, *Exit, Voice and Loyalty. Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge.
- Jensen, M C och W Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October.
- Klein, B, Crawford, RG och AA Alchian, 1978, "Vertical Integration, Appropriate Rents, and the Competitive Contracting Process", *Journal of Law and Economics*, October.
- Manne, H G, 1965, "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, April.
- Marris, R, 1964, *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, Macmillan, London.
- Myhrman, J, 1981, "Kontraktsrätt och löntagarfonder", *Ekonomisk Debatt*, nr 6.

- Nationalräkenskaper 1970-1984, Appendix a4, SCB, N 10 SM 8501.
- Radice, H K, 1971, "Control Type, Profitability and Growth in Large Firms: An Empirical Study", *Economic Journal*, September.
- Ricardo-Campbell, R, 1983, "Comments on the Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, June.
- Roos, C M och T Sandström, 1983, *Aktiebolagsrättens grunder*, Studentlitteratur, Lund.
- Skogh, G, 1979, "Kontraktsteoretisk översikt," *Statsökonomisk Tidskrift*, nr 1. SOU 1979:10, *Löntagarna och kapitaltillväxten 3*, Betänkande från ekonomidepartementet.
- Steer, P och J Cable, 1978, "Internal Organization and Profit: An Empirical Analysis of Large U.K. Companies", *Journal of Industrial Economics*, September.
- Ståhl, I, 1976, "Ägande och makt i företagen – ett debattinlägg", *Ekonomisk Debatt*, nr 1.
- Sundqvist, S-I, 1985, *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 1985*, Förlags AB Marieberg, Stockholm.
- Tobin, J, 1969, "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, s 15–29.
- Urwitz, G, 1980, "Lönsamhet och risk i företagen", *Ekonomisk Debatt*, nr 3
- Örtengren, J, 1987, "Krisföretagen, industristödet och staten som företagare", Kapitel IV i denna skrift.

Expansion, avveckling och företagsvärdering i svensk industri

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

Bland övriga problem som studeras kan nämnas företagens födelse, expansion och avveckling. Vad har t ex 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?



Johan Örrengren
har skrivit om det statliga ägandet. Han är numera verksam vid Economics and Statistics Department, OECD, Paris.



Lars Jagrén
har studerat olika företags start, uppgång och utveckling samt ägarnas roll i de svenska storföretagen. Han arbetar numera som ekonom på Svenska Handelsbanken, Stockholm.



Thomas Lindberg
har tillsammans med Gunnar Eliasson sammanfattat studiens resultat utifrån ett totalekonomiskt perspektiv. Arbetar numera som analytiker/nationalekonom på Ohmans Fondkommission, Stockholm.



Lotta Björklund
har studerat ägarnas roll vid kemiindustrins förvandling från bulktillverkare till producent av specialkemikalier. Hon arbetar numera som konsult vid Devon Systems Inc, ett dataföretag i New York.



Gunnar Eliasson
är chef för Industriens Utredningsinstitut och står för den teoretiska översikten.



Per-Olof Bjuggren
är lektor vid nationalekonomiska institutionen vid Lunds Universitet. Han har analyserat ägarnas och företagsformens betydelse för lönsamheten i svensk skogsindustri.