

Företagsamt ägande



RAPPORT TILL PROJEKTET
FÖRETAGSAMT ÄGANDE

Vem ska styra de svenska företagen?

Ulf Jakobsson, Daniel Wiberg

Företagsamt ägande

Denna skrift är en del i projektet Företagsamt ägande. Projektet ska öka kunskapen om för näringslivet viktiga ägarfrågor samt skapa uppmärksamhet för det privata ägandets centrala betydelse för tillväxt och välbefinnande. Med projektet vill Svenskt Näringsliv ge sitt bidrag till en framgångsrik politik på dessa områden.

Företagsamt ägande har tagit fram expertrapporter och arrangerat hearingar och rundabordssamtal för att få igång en bred diskussion om framtidens ägarvillkor och hur det privata ägandet kan stärkas.

Centrala områden för projektet har varit utvecklingen av den svenska ägarmodellen, beskattning av ägande samt kopplingen mellan privat förmögenhetsbildning och företagande.

Att utveckla och förbättra villkoren för det privata ägandet är en självklar del i en reformagenda för att skapa ökad tillväxt och möta globaliseringens utmaningar. För att utveckla debatten om privat ägande har Svenskt Näringsliv givit ett antal aktörer möjlighet att uttrycka sina egna tankar och förslag i skrifter och på seminarier.

Denna rapport ”Vem ska styra de svenska företagen?” summerar diskussionerna om utmaningen för de börsnoterade företagen men pekar även på möjliga vägar framåt. Förutsättningarna för aktivt ägande förändras. Den svenska modellen med aktiva ägare utmanas ständigt av regleringar med inspiration från Storbritannien och av att institutioner får en allt större betydelse som ägare. Rapporten har skrivits av docent Ulf Jakobsson och ekonomie doktor Daniel Wiberg som till sin hjälp haft en referensgrupp bestående av Magnus Henrekson och forskare vid Institutet för Näringslivsforskning.

Rapporten belyser väl de utmaningar de börsnoterade företagen står inför och innehåller intressanta lösningar. Noterade företag som handlas på en börs är en fantastisk uppfinning som ger stora vinster för både företagen och samhället. Därför är det angeläget att det kommer fram goda lösningar för kontrollen av de börsnoterade företagen. Min förhoppning är att denna rapport ska bidra till detta.

Urban Bäckström, VD Svenskt Näringsliv

Ulf Jakobsson

ulf.jakobsson@jakab.se

Ulf Jakobsson är docent i nationalekonomi och arbetar som konsult i nationalekonomiska frågor. Han har varit chef för Industriens Utredningsinstitut, numera Institutet för Näringslivsforskning och har publicerat flera artiklar i vetenskapliga tidskrifter kring den svenska modellen för företagstyrning.

Daniel Wiberg

daniel.wiberg@ihh.hj.se

Daniel Wiberg är ekonomie doktor och disputerade 2008 med en avhandling om effekterna av det ökade institutionella ägandet på finansmarknaden. Företagens investeringsaktivitet, ägarstyrning, samt de finansiella institutens roll på marknaden var centrala teman. Han är affilierad forskare vid Internationella Handelshögskolan i Jönköping och har varit verksam vid Institutet för Näringslivsforskning för att skriva föreliggande rapport.

Sammanfattning

Den svenska ägarmodellen har traditionellt inneburit tydlig ägarkontroll genom användande av A- och B-aktier. En allt högre grad av internationalisering har dock gjort att utländska och institutionella ägare, exempelvis pensionsfonder, har kommit att bli en alltmer betydande ägarkategori i börsbolagen. Regelverket kring bolagsstyrningen i börsbolag har också påverkats i riktning mot mer inflytande från, för bolaget, externa aktörer och minoritetsägare – en påverkan som i hög grad är influerad av bolagsstyrningen i USA och Storbritannien. Konsekvensen har blivit att allt fler svenska börsbolag upplevs som ”herrelösa” på så sätt att en tydligt identifierad kontrollägare saknas. Dessa bolag uppfattas också som mer utsatta för kortsiktiga investerarmål än bolag med traditionell ägarstruktur.

En följd av denna utveckling är att aktiemarknaden har fått minskad betydelse som finansieringskälla. Allt färre bolag väljer att börsnotera aktier, och alternativa ägarformer som *private equity* har blivit allt vanligare. Frågan är därför hur den svenska ägarmodellen kan förändras för att möta denna utveckling, samt hur kontrollrättigheterna förenade med bolagsstyrning kan fördelas för att skapa incitament och engagemang i bolagens långsiktiga utveckling.

Rapporten bygger på nationalekonomisk forskning kring bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Slutsatserna från studien kan kort sammanfattas som att den svenska modellen för bolagsstyrning kan behöva förändras i linje med tre delvis överlappande huvudspår:

- Enskilt kontrolläggande bör värnas genom att de ägare som tar sig an bolagsstyrningen får möjlighet till ersättning för de investeringar som styrningen av bolaget medför. Ett sätt att åstadkomma detta är att vid uppköp tillåta en kontrollpremie för det ägande som medför kontroll över bolaget.
- I de fall där ägandet i bolaget är mer spritt och en tydlig kontrollägare saknas kan det vara lämpligt att bolagets ledning tilldelas mer långtgående kontrollrättigheter. Detta är grunden för den bolagsstyrningsmodell som är dominerande i USA och Storbritannien och som även varit vägledande för mycket av regleringen kring bolagsstyrning i Sverige och inom EU. Regelverket kring svensk bolagsstyrning kan därför behöva kompletteras så att kontrollrättigheter i högre grad kan allokeras till ledningen, så kallat ledningsstyre.
- De institutionella investerarnas roll som ägare bör förtydligas både mot bolagen och mot institutionernas egna ägare och andelsägare. Eftersom många institutionella investerare saknar incitament att aktivt engagera sig i portföljbolagens styrning bör deras ägarroll begränsas till att värna andelsägarnas intressen. Ett ytterligare engagemang i ägarstyrning tycks i många fall vara omotiverat och motverkas delvis genom de regleringar som omger de institutionella investerarnas ägande.

Innehåll

Företagsamt ägande.....	1
Sammanfattning	2
1. Inledning	4
2. Bakgrund	7
2.1. Den svenska ägarmodellen	8
2.2. Utmaningar för den svenska ägarmodellen	9
3. Aktiemarknaden och börsbolagen.....	12
3.1. Stockholmsbörsen i dag	14
3.2. Incitament och kortsiktighet.....	18
4. Bolagsstyrning	21
4.1. Hur kan bolag med spritt ägande kontrolleras?	24
4.2. Privata kontrollfördelar.....	26
4.3. Kontrollrättigheter till ledning eller ägare.....	27
4.4. Rättssystemet och bolagsstyrningen.....	29
4.5. Skattesystemet och bolagsstyrningen.....	33
5. Bolagsstyrningens aktörer	36
5.1. Bolagsstyrning internationellt	40
5.2. Svensk bolagsstyrning – kontrollägande.....	41
5.3. Angloamerikansk bolagsstyrning – ledningskontroll	45
6. Institutionella investerare och bolagsstyrning	48
6.1. Incitament och institutionellt ägande	52
6.2. Regleringar och institutionellt ägande.....	53
6.3. Fondbolagen som ägare.....	54
6.4. Institutionerna och valberedningarna	57
7. Nationell reglering och möjligheter till kontroll.....	60
8. Slutsatser.....	66
Källor.....	68

1. Inledning

I Sverige har det länge betraktats som en självklarhet att det är bra om ett företag styrs av starka ägare. För onoterade företag finns alla förutsättningar för att dessa också styrs på detta sätt. För börsnoterade företag är situationen däremot mer komplicerad. Vanligtvis finns det ett stort antal ägare med olika nivå av engagemang och med olika möjligheter att påverka bolagets styrning. Sett till kapitalinsatsen är det sällan som det finns en ägare som har en så dominerande andel att denne med sitt kapital som utgångspunkt kan styra företaget. I Sverige har de styrande ägarna i de börsnoterade bolagen vanligtvis kontrollerat bolagen genom en oproportionerligt stor andel röster i förhållande till kapitalandelen. För att åstadkomma detta används kontrollinstrument varav rösträttsdifferentierade aktier, A- och B-aktier, är det vanligaste.¹

Under de senaste decennierna har stora förändringar skett på de finansiella marknaderna. Förutsättningarna för att styra de svenska företagen har på många sätt ändrats radikalt. Trots detta är kontrolläggande fortfarande den helt dominerande modellen för företagsstyrning på den svenska börsen. Detta ger emellertid en falsk uppfattning av styrka hos den svenska ägarmodellen. Skälet till dominansen är att den svenska aktiebolagslagen i praktiken inte medger några andra styrmodeller än just kontrolläggande. Nettotillväxten av nya företag har genomgående ägt rum utanför börsen.

Det är i första hand två trender som har bidragit till den svenska ägarmodellens försvagade ställning:

- Nya ägarförhållanden på börsen med en allt större andel utländskt och institutionellt ägande och en minskande andel privatägande på börsen.
- Globaliseringen och inte minst de omfattande regelförändringar för börsföretag som denna har fört med sig.

Globalt sett är bolagsstyrning genom kontrolläggande den dominerande modellen, men inom denna huvudriktning är skillnaderna mellan länderna betydande. Det finns dock en mycket viktig avvikelse från modellen med kontrolläggande. I de angloamerikanska länderna är huvudmodellen spritt ägande med ledningsstyre snarare än kontrolläggande, men även här finns betydande skillnader mellan länderna. I USA utövas styrningen av *management*, medan de brittiska företagen styrs av en styrelse som är relativt fristående från företagets aktieägare². I båda länderna kan man därför tala om ledningsstyre.

Betydelsen av detta undantag har vuxit i takt med globaliseringen. London och New York är världens finansiella centrum. Den föreställning som dominerar där om hur bolag ska styras har en stark inverkan på placerare världen över. Detta är en förklaring till att den angloamerikanska modellen för bolagsstyrning har blivit den självklara utgångspunkten för forskningslitteraturen på området. Forskningen har också till största delen baserats på data från de angloamerikanska länderna. Det har också

¹ För en översikt av användandet av kontrollinstrument i svenska börsbolag, se Agnblad m.fl. (2001).

² Trots att skillnaderna mellan ländernas system är betydande är utgångspunkten den gemensamma dominansen av spritt ägande och ledningsstyre. I rapporten används därför beteckningen angloamerikansk-bolagsstyrning för att beskriva båda systemen.

påverkat det arbete som gjorts på EU-nivå inom reglering av bolagsstyrning, då direktiven vanligen haft lagstiftningen i Storbritannien som förebild. Det brittiska regelverket ger ett mycket litet utrymme för kontrollägare att styra börsbolagen. Även i Sverige har reglerna tolkats på ett sätt som minskar kontrollägarnas möjligheter till styrning.³ Den svenska modellen för bolagsstyrning står därför inför en rad utmaningar då förutsättningarna för det svenska kontrollägandet har ändrats påtagligt under de senaste decennierna. Det tydligaste exemplet på denna tendens var de förslag som presenterades i det så kallade *Takeover*-direktivet (Direktiv 2004/25/EG) om att göra rösträttsdifferentierade aktier verkninglösa ur styrsynpunkt. Genom en kraftig intervention från Sveriges sida har direktivet inte implementerats i alla delar. Om ambitionerna på denna punkt har avskrivits för gott är dock oklart. Däremot har andra regler tillkommit som syftar till att minska värdet av kontrolläggande. Dit hör bland annat reglerna om budplikt, förbud mot budpremie samt krav på oberoende ledamöter i styrelsen.⁴

Ett skäl att inte utan vidare transformera angloamerikanska och i synnerhet brittiska regler för bolagsstyrning till svenska förhållanden är att den brittiska modellen uppvisar betydande brister i sin funktion. Detta har nyligen ingående belysts i en rapport vars arbete har letts av ekonomen John Kay.⁵ Kay målar upp en problembild där den brittiska börsen präglas av institutionernas kortsiktighet i sitt investeringsbeteende. Ledningen av företagen är eftersatt och förtroendet för börsen är lågt. Han konstaterar vidare att börsen numera inte främst är ett instrument för att tillföra företagen kapital utan istället ett instrument för att ta ut kapital ur företagssektorn. Den lösning som föreslås är att i högre grad möjliggöra ägarkontroll i de brittiska börsbolagen, samt att förtydliga de institutionella investerarnas roll som ägare.

Den svenska modellen för bolagsstyrning undergrävs alltså från två håll – ökat utländskt och institutionellt ägande, samt bolagsstyrningsregler som minskar incitamenten till långsiktigt kontrolläggande. Samtidigt finns i dagsläget inte någon alternativ modell för noterade bolag som skulle kunna fungera istället. En konsekvens har blivit att tillväxten av företag sker utanför börsen, främst genom private equity och dotterbolagsägande, med utländska bolag som huvudägare.⁶ Börsen tappar därmed betydelse som marknadsplats, vilket på lång sikt kan ha negativa konsekvenser för företagens kapitalförsörjning liksom för marknadsekonomens legitimitet och transparens.

En ytterligare effekt tycks vara svårigheten att utveckla mycket stora företag med Sverige som bas. Torun Nilsson (2010) har i sin bok om utflyttningen av den svenska läkemedelsindustrin just pekat på bristen på tänkbara svenska ägare som ett skäl till att de stora svenska läkemedelsföretagen i samtliga fall har lämnat Sverige. I varje enskilt fall finns naturligtvis många förklaringar till varför huvudkontoret vid en sammanslagning inte hamnar i Sverige. Ett tydligt mönster kan emellertid observeras

³ Det finns forskning som visar att regelverket är en viktig förklaring till att vi ser en sådan spridning av ägandet i Storbritannien. Det lönar sig helt enkelt inte att sträva efter kontrolläggande (Pacces 2012).

⁴ Lämpligheten med harmoniserade regler och normer på detta område kan ifrågasättas. Olika bolagsstyrningsmekanismer (*corporate governance devices*) verkar inte var för sig utan fungerar som substitut eller som komplement (Gugler 2001). Detta gör att tvingande regelförändringar, t.ex. avseende budplikt, kan få olika effekt beroende på vilket system för bolagsstyrning och ägarkontroll som finns i respektive land. Nachemson-Ekwall (2014) ger i en nyligen utgiven bok sin syn på hur harmoniseringen av bolagsstyrningsregler inverkar på de svenska börsbolagen.

⁵ *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making: Final Report*, July 2012, tillgänglig genom: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>

⁶ Två faktorer som bidragit till den svenska riskkapitalbranschens (PE-bolag) utveckling är dels möjligheten att erbjuda ledande befattningshavare incitamentsprogram samt möjligheten att genom registrering i skatteparadis minska skattebetalningarna. PE-bolagens registrering i utlandet är också en följd av de svenska reglerna kring bolagsform (kommanditbolag). Även riskkapitalbranschens lånefinansiering har gynnats genom skattesystemets utformning, bl.a. genom räntekostnadsavdrag. Genom att avnotera bolagen från börsen minskar också kraven på information och öppenhet kring verksamheten, detta kan underlätta bolagsstyrningen men även minska förtroendet för riskkapitalbranschens affärsmodeller.

under senare år då en rad stora svenska företag har fått utländska ägare och numera har sina huvudkontor utomlands.

Mot den samlade bakgrunden finns ett behov av att reformera de svenska regelverken kring företagsstyrning på främst två områden.

– *Vårda den svenska modellen för företagsstyrning.* Kontrolläggande är för närvarande den enda modell för styrning av noterade företag som fungerar i den svenska miljön. Modellen bygger i huvudsak på att privata kapitalägare tar på sig uppgiften att styra och kontrollera företagen. Privat kapital med en sådan kapacitet är en knapp resurs. Därför är det olyckligt att nya bolagsstyrningsregler har minskat incitamenten för kontrollägare att ta på sig denna uppgift.

En reformering bör istället gå i riktning mot att förbättra incitamenten för bolagsstyrning. Det innebär att en rad regler skulle behöva modifieras. Till exempel borde reglerna kring budplikt och budpremie ses över. Budplikten gör det svårare för större ägare att stärka sitt ägande i bolaget. Då möjligheterna till kontrolläggande försvåras minskar den disciplinerande effekt som uppköp kan ha på börsbolagens styrning, vilket missgynnar minoritetsägarna. Det är också rimligt att budpremier tillåts på de aktieinnehav som medför ägarkontroll i bolagen. Eventuella uppköp utgår ifrån att uppköpande part anser sig kunna öka bolagets värde genom att överta kontrollen i bolaget. Att inte tillåta en premie på denna kontroll gynnar inte heller minoritetsägarna, snarare leder det till minskade incitament för befintliga kontrollägare att investera i styrning och ledning.

Även kravet på oberoende ledamöter i bolagsstyrelser kan behöva omformuleras. De långtgående kraven på oberoende från kontrollägare och ledning har gjort att minoritetsägare fått ett stort inflytande i tillsättningen av styrelsernas ledamöter. Medan det är rimligt att det finns en möjlighet till bevakning av minoritetsägares intressen i styrelsen är det också rimligt att en kontrollägare får besätta huvuddelen av styrelseposterna för att säkerställa styrningen av företagen. Regelverken för valberedningar bör också präglas av ett sådant synsätt.

– *Öppna möjligheter för ledningsstyre i svenska företag.* Även om ovanstående reformer genomförs kommer basen av privat kapital att vara för tunn för att bära upp styrningen av de stora svenska börsföretagen. Därför föreslås att reglerna kring svensk bolagsstyrning kompletteras så att ledningsstyre möjliggörs i börsföretagen. En utgångspunkt för eventuella regeländringar kan vara internationella modeller där både kontrolläggande och ledningsstyre tillåts verka sida vid sida. Ett sådant system skulle vara mer anpassat till svenska ägar- och bolagsstyrningsförhållanden med stark ägarkoncentration och tydlig ägarkontroll. Förutsättningarna för detta inom ramen för svensk bolagsstyrning bör därför studeras.

I kapitel 2 beskrivs bakgrunden till den svenska ägarmodellen tillsammans med en mer ingående redogörelse för de utmaningar som modellen står inför. I kapitel 3 redogörs för börsens roll i ekonomin och relationen till bolagsstyrning. En fördjupad diskussion kring bolagsstyrning i noterade bolag följer i kapitel 4, tillsammans med en beskrivning av delar av den teori som omger ämnet. Kapitel 5 redogör för aktörerna i bolagsstyrningssystemet och jämför det svenska systemet med framför allt det angloamerikanska bolagsstyrningssystemet. Institutionella ägares inverkan på bolagsstyrningen diskuteras i kapitel 6. I kapitel 7 analyseras de förutsättningar som ges av nationell reglering att fördela kontrollrättigheter mellan aktörerna i bolagsstyrningssystemet. Sammanfattande slutsatser och rekommendationer avslutar rapporten i kapitel 8.

2. Bakgrund

Rapporten baseras på forskning om ägarstyrningens inverkan på börsbolagens verksamhet och behandlar i första hand börsföretag. Analysen grundar sig framförallt på tre studier av Paccès (2007; 2009; 2012) som beskriver förutsättningarna för ägar- eller ledningsstyre genom fördelningen av kontrollrättigheter inom nationella bolagsstyrningssystem. För svenska förhållanden har Sofie Nachemson-Ekwall (2014) nyligen publicerat en bok som med utgångspunkt i fallstudier studerar den svenska ägarmodellens förutsättningar i samband med fientliga uppköp av svenska börsbolag. Diskussionen i rapporten relaterar även till de problem som kan associeras till ett ökat institutionellt ägande och som har beskrivits i den brittiska så kallade *Kay-Review* (2012) samt i en studie av Celik och Isaksson (2013). Att rapporten i första hand fokuserar på bolagsstyrning i börsbolag beror på den konflikt som finns i bolag där ägandet är skilt från ledningen av bolaget. Detta brukar kallas principal-agent-problematiken.

Det implicita kontraktsförhållandet mellan ledning⁷ och aktieägare innebär att ledningen förväntas arbeta för aktieägarnas intresse och skapa vinster i bolaget. Eftersom ledningen för börsnoterade bolag, på ett eller annat sätt, disponerar över alla de medel som genereras av bolagets verksamhet, uppstår en uppenbar och möjligtvis betydande konflikt mellan aktieägarnas och ledningens intresse. Det är möjligt att ledningen, medvetet eller omedvetet, maximerar sin egen nytta snarare än aktieägarnas intresse. Eftersom de resurser som kontrolleras av börsnoterade bolag är så omfattande i förhållande till samhällsekonomin i övrigt utgör detta även ett samhällsproblem.

Principal-agent-problem

Intressekonflikter uppstår när en principal (här översatt: ägare) anlitar en agent (till exempel en företagsledning) för att utföra ett specifikt uppdrag som ligger i ägarens intresse, men kanske inte i agentens och där agenten har mer information om den underliggande frågan än ägaren, så kallad asymmetrisk information. Ägaren kan därför inte på förhand veta i vilken grad agenten faktiskt agerar i ägarens intresse. För att minska problemen mellan ägare och agent är det önskvärt att agentens intressen förenas med ägarens, detta åstadkoms ofta genom att ägaren skapar incitamentsstrukturer (till exempel bonus och ersättningar kopplade till den typ av resultat som ägaren vill ha) för agenten att agera på ett önskvärt sätt. Potentiella problem mellan ägare och agent kan ses som att reglerna måste vara utformade eller kunna ändras för att motivera särskilda handlingar som gynnar ägaren.

Ett exempel på problem mellan ägare och agent är de mellan bolagsledning och aktieägarna som anlitar ledningen för att styra bolaget. Eftersom slösaktiga eller misslyckade investeringar kommer att minska företagens värde har aktieägarna incitament att utforma ledningens kompensation så att ledningen agerar för att endast göra ekonomiskt välmotiverade investeringar som i sin tur höjer bolagets värde och gynnar ägarna. Eftersom personerna i bolagsledningen inte vill förlora eventuella framtida uppdrag och ledningstjänster är det troligt att de kommer att agera på det för aktieägarna önskade sättet.

⁷ Denna kan utgöras av företagsledningen eller av en kontrollägare som äger en väsentlig del av företagets samlade röstandelar.

På en utvecklad marknad kan en företagsstyrningsmodell med spritt ägande förväntas där företagsledningen, som avlönas av alla aktieägare, styr företaget. Detta var det centrala budskapet i Berle och Means (1932) analys av de moderna börsföretagens framväxt under tidigt 1900-tal. Analysen har blivit en viktig grundsten i finansiell litteratur. Berle och Means slutsatser ligger till grund för mycket av forskningen kring bolagsstyrning i börsföretag än i dag.

En brist i Berle och Means analys är dock att den inte tar upp frågan om vilka juridiska förutsättningar som krävs för att ledningen skall kunna utöva kontroll.⁸

2.1. Den svenska ägarmodellen

De svenska börsbolagens styrning regleras genom Aktiebolagslagen (ABL 2005:551) och kompletteras av normer beskrivna i den svenska koden för bolagsstyrning.⁹ Syftet med koden är att stärka förtroendet för de svenska börsbolagen genom en positiv utveckling av bolagsstyrningen i dessa bolag.

Ägarmodellen karaktäriseras av en tydlig kontrollägare kombinerad med ett starkt lagstadgat minoritetsskydd. Bolagens kontrollägare har ofta baserat kontrollen på röststarka aktier och en mindre kapitalandel i förhållande till röststyrka. Ägarna har via bolagsstämman mycket stort inflytande (ABL 2005:551, för en fördjupad diskussion se Lekvall 2009).

I kölvattnet av de finansiella kriserna under 1920- och 30-talen infördes 1934 den svenska versionen av USA:s *Glass-Steagall Act* vilken förbjöd bankerna att direkt äga aktier. Bankerna fick dock rätt att överföra sina tillgångar till holdingbolag om aktierna delades ut till bankens aktieägare, pro rata. Bankernas ägare kunde därmed behålla kontrollen i företagen.¹⁰ I praktiken kom kontrollen att förstärkas eftersom holdingbolagen var formellt separerade från bankerna men organiserade som börsnoterade investeringsfonder (*Closed-End-Investment-Funds*, CEIFs). De viktigaste av dessa är Investor, knutet till familjen Wallenberg och Skandinaviska Enskilda Banken, samt Industrivärden som kontrolleras av en ägarsfär runt Handelsbanken. Holdingbolagen blev basen för den typiskt svenska ägarpyramiden, med en ägare¹¹ som genom ett holdingbolag kontrollerar en rad börsnoterade portföljbolag (Högfeldt 2005; Henrekson och Jakobsson 2012). De tydliga ägarstrukturerna och det sfärrelaterade ägandet av börsbolagen belystes då Hermansson (1965) identifierade de så kallade 15 familjerna vilka då kontrollerade 41 av de 50 största industriföretagen under 1960-talet.¹² För en fördjupad diskussion kring den svenska ägar- och bolagsstyrningsmodellens historiska utveckling, se exempelvis Högfeldt (2005), Henrekson och Jakobsson (2001; 2003), Doukas, Holmén och Travlos (2002), samt Agnblad m.fl. (2001).¹³

⁸ Tre relativt nya studier av Paces (2007; 2009; 2012) behandlar detta ämne i skärningspunkten mellan nationalekonomi och rättsekonomi.

⁹ *Svensk kod för bolagsstyrning*, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, <http://www.bolagsstyrning.se>.

¹⁰ Bankernas bidrag till den svenska ägarmodellen utgörs också av deras funktion som husbanker för noterade företag. Sjögren (1995) visar att fyrtiosex av femtio icke-finansiella börsnoterade företag hade långvariga kreditavtal, som varade minst fem år, med en svensk storbank under tidsperioden 1916–1947. Mer än 30 procent av företagen hanterade sin bankrelaterade verksamhet genom endast en bank under hela den analyserade tidsperioden. Rollen som husbank förstärktes av att den kontrollerande ägaren för börsbolaget ofta var representerad i bankens styrelse, liksom banken i sin tur ofta fanns representerad i börsbolagets styrelse.

¹¹ Ofta i form av en ägarsfär bestående av en familj, stiftelse, bank eller en på annat sätt sammanbunden ägargrupp. Lindgren (1953) visade att 6 till 7 procent av de svenska aktieägarna kontrollerade 65 till 70 procent av Stockholmsbörsens marknadsvärde. En enskild individ representerade en majoritet av rösterna i 60 procent av de stora företagen (mer än 500 anställda) medan tre eller färre ägare utgjorde majoriteten i över 90 procent av dessa företag.

¹² Nio kontrollerades av staten eller genom kooperativ och kommuner.

¹³ Internationella forskningsöversikter avseende framväxten av olika ägar- och bolagsstyrningssystem ges av bl.a. Morck (2005). En teoretisk diskussion kring ägarstruktur och regelverket kring bolagsstyrning finns i Burkart m.fl. (2003).

Omfattande restriktioner för utländskt ägande har också spelat en viktig roll i utformningen av den svenska ägarmodellen. Utländskt ägande var sedan 1800-talet kraftigt begränsat i företag som ägde naturresurser eller fastigheter. Utländskt ägande begränsades också under större delen av 1900-talet till så kallade fria aktier i noterade bolag, vilket motsvarade högst 20 procent av rösterna. Bundna aktier kunde endast ägas av svenska personer, företag och institutioner. Sedan restriktionerna för utländskt ägande avskaffades 1993 har det skett en dramatisk ökning av utländskt ägande av noterade aktier. Det utländska ägandet på Stockholmsbörsen har ökat från omkring 8 procent 1990 till över 40 procent (Holmén 2011).

Som ett svar på en förväntad ökning av det utländska ägandet i samband med att Sverige planerade en anslutning till Europeiska unionen (EU) började många familjekontrollerade företag att använda röstdifferentierade aktier redan under 1980-talet. I början av 1990-talet hade därför en majoritet av de noterade bolagen på Stockholmsbörsen röstdifferentierade aktier, vilket till stor del således bevarade de svenska kontrollägarnas inflytande.

Genom sitt inflytande som kontrollägare i de dominerande svenska börsföretagen har de holdingbolagsbaserade ägarsfärerna även haft ett betydande inflytande både politiskt och inom näringslivet, till exempel genom att vara en av huvudägarna i Stockholmsbörsen. I praktiken innebär detta en möjlighet att påverka normer för noteringskrav och etiska koder (Högfeldt 2005). För en beskrivning av hur traditioner och sociala normer bidragit till att forma den svenska bolagsstyrningsmodellen, se Holmén och Knopf (2004).

2.2. Utmaningar för den svenska ägarmodellen

I en uppmärksammat artikel har Hansmann och Kraakman (2004) argumenterat för att det över hela världen finns en stark tendens till att företagsstyrningen i allt högre grad inriktas på att åstadkomma aktieägarvärde, *shareholder-value*.¹⁴ En viktig komponent i argumentationen är den växande betydelsen av institutionellt ägande. De institutionella investerarnas intressen sammanfaller enligt författarna ofta med den typiska minoritetsägarens intressen. I särskilt hög grad tenderar de att försvara minoritetsägarnas intressen genom att betona vikten av att maximera bolagets marknadsvärde och att värdet ska delas lika av alla aktieägare. Detta är mycket viktigt i länder med svagt ägar- och minoritetsskydd. I länder som Sverige, där ägar- och minoritetsskydd är starkt, kan det dock leda till att incitamenten för ägarkontroll minskar.¹⁵

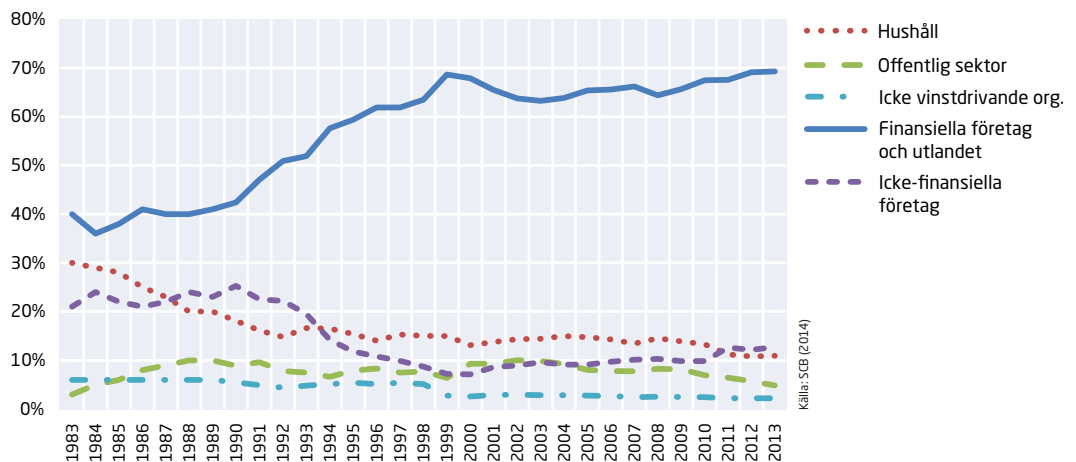
Globaliseringen och en rad ekonomisk-politiska reformer har sedan 1990-talet ökat trycket på den svenska ägarmodellen. Institutionella investerare, vilka vanligtvis förvaltar sina klienters tillgångar, har vuxit till en betydande ägarkategori. Utvecklingen kommer sannolikt att fortsätta framöver. I takt med att nya ägare strömmat in på den svenska aktiemarknaden har traditionella aktieägargrupper som individer och familjer minskat sin ägarandel. Den svenska ägarmodellen med en tydligt identifierbar kontrollägare riskerar därför att ersättas av ett ägarvakuum, där allt fler svenska börsbolag saknar tydligt identifierbara ägare som investerar tid, anseende och kapital i bolagen för att långsiktigt utveckla dessa.

¹⁴ Enligt Hansman och Kraakman (2004) leder konkurrensen mellan olika bolagsstyrningssystem till en konvergens mot det angloamerikanska bolagsstyrningssystemet, med mer spritt ägande och ledningsstyre.

¹⁵ Sverige placeras på plats 34 i Världsbankens undersökning av investerarskydd i 189 länder. För en internationell jämförelse av minoritetsskydd se *World Bank Group, Doing Business database, 2013 edition*, <http://www.doingbusiness.org>.

Figur 1 visar ökningen av svenskt, institutionellt och utländskt ägande. Tillsammans kontrollerar dessa två ägargrupper omkring 70 procent av aktieägandet på Stockholmsbörsen. Aktieägandet avser här kapital och inte den röstandel som är förenad med ägandet i de noterade bolagen.

Figur 1. Fördelningen av av aktieägandet i bolag noterade på svensk marknad som andel av det totala börsvärdet, 1983–2013.



Den svenska ägarmodellen för företagsstyrning baserar sig, som redan har konstaterats, på privat kontrolläggande. Basen för detta ägande, hushållens direktäggande, uppgår 2014 till mindre än 11 procent av det totala ägandet på börsen. Det säger sig självt att det är en mycket tunn bas för ett samlat privat kontrolläggande av de noterade svenska företagen. Att den svenska ägarmodellen överhuvudtaget kan ha någon omfattande betydelse förklarar av skillnader mellan rösträttsandelar och kapitalandelar i de ägda aktierna på den svenska börsen. Detta uppnås främst genom aktier med differentierad rösträtt (A- och B-aktier) och i viss mån genom ask-i-ask-äggande.

I ett längre perspektiv utgör den låga kapitalandelen som kontrolläggandet baserar sig på en svaghet. Två förhållanden understryker detta:

- På de angloamerikanska finansmarknaderna ses det med misstänksamhet på rösträttsdifferentiering. Företag som, allt annat lika, kontrolleras genom rösträttsdifferentiering, värderas vanligen lägre. Det bidrar i sin tur till att det är svårare för dessa företag att skaffa kapital genom nyemissioner.
- När en kontrollpost säljs står intäkterna av försäljningen inte i proportion till rösträtterna. Därmed är det mycket svårt för säljaren att för köpeskillingen skaffa kontrollposter av motsvarande storlek i andra företag.

Båda dessa förhållanden bidrar till en utveckling där kontrolläggandet över tid minskar i betydelse. Problemet förstärks av regelverk som på olika sätt minskar incitamenten för kapitalstarka investerare att ta på sig rollen som kontrollägare i börsnoterade företag. Henrekson och Jakobsson (2012) pekar på att utvecklingen av regelverket kring styrningen av noterade företag under de senaste decennierna inspirerats av bolagsstyrningen i den angloamerikanska världen, främst Storbritannien. Detta gäller även utvecklingen av regelverket kring den svenska bolagsstyrningen.

Den angloamerikanska modellen för bolagsstyrning syftar ofta till att minska inflytandet hos kontrollägare, särskilt om det utövas genom att kontrollägaren förfogar över en större andel rösträtter än utdelningsrätter. Bolagsledningen har också

en starkt framträdande roll i den angloamerikanska bolagsstyrningen, vilket brukar kallas ledningsstyre. Utvecklingen kan därför tyckas bädda för att ett större antal företag på den svenska börsen styrs enligt den angloamerikanska modellen. Detta har emellertid inte skett av det enkla skälet att reglerna i den svenska aktiebolagslagen inte möjliggör ledningsstyrning (Henrekson och Jakobsson 2012; Nachemson-Ekqvall 2010; 2014; Paces 2012).¹⁶ Därmed uppstår en situation där börsens betydelse som finansieringskälla för investeringskapital till de svenska företagen minskar och allt fler bolag kan komma att betraktas som ”herrelösa”.¹⁷

Vem som ska ta på sig ansvaret att utöva bolagsstyrningen, samt ta på sig de kostnader som detta är förenat med är därför en viktig fråga för framtiden. För aktörer som är externa till bolaget står inte bolagets egna resurser tillgängliga för att täcka dessa kostnader, vilket kan göra externa aktörer ovilliga att ta på sig ägaransvar. Generellt sett skulle ett ”ägarvakuum” kunna hanteras genom en form av kontrollpremie som ersättning för arbetet med att utöva kontroll i börsföretagen. En kontrollpremie innebär per definition att hela aktiekollektivet inte erbjuds samma pris vid ägarskifte. Alternativt kan man se det som att kontrollpremien tillhör bolaget och därmed ska fördelas lika mellan alla aktieägare. I detta avseende är det troligt att ledningsstyre på ett bättre sätt delar aktieägarnas intresse än vad som är fallet i bolag som har en dominerande kontrollägare. En kontrollägare har incitament att få upp priset på de egna aktierna, men saknar incitament att dela denna premie med det övriga aktieägarkollektivet. Ledningen för ett bolag med spridd ägande har incitament att få upp värderingen på hela bolaget, vilket förutom att öka ledningens personliga ersättning och attraktivitet på arbetsmarknaden även leder till att budpremien delas av hela aktieägarkollektivet.

En ytterligare konsekvens av utvecklingen är att allt fler svenska företag kan komma att sakna en svensk förankring genom att ägandet och därmed kontrollen av bolagets verksamhet förläggs utomlands.¹⁸ Globaliseringen av ägandet medför en omstrukturering av de enskilda ländernas näringsliv vilket också påverkar skattebasen inom företagssektorn om företagen flyttar utomlands. Omstruktureringen kan skapa problem men förväntas också medföra positiva effekter på företagets produktivitet och tillväxt. Även sysselsättningseffekterna blir ofta positiva. En rad forskningsrapporter tyder på att det ökade utlandsägandet har haft dessa effekter också på den svenska ekonomin.¹⁹ En annan tydlig utmaning för svenska ägare, men även för det finansiella systemets aktörer i stort, är hur kortsiktighet i avkastnings- och investeringsstrategier kan motverkas. I den mån kortsiktiga strategier leder till att alternativ som hade skapat en långsiktigt bättre utveckling uteblir är det ofördelaktigt för ekonomins utveckling. En central fråga är därmed hur ägarstyrningen kan bidra till rätt incitament för långsiktigt engagemang i börsbolagens utveckling.

¹⁶ Bl.a. på grund av aktieägarnas långtgående rätt att på bolagsstämman avsätta ledningen med omedelbar verkan.

¹⁷ Börsbolag som inte har någon ägare med mer än 5–6 procent av aktierna (i termer av röster eller kapital) brukar allmänt klassas som herrelösa bolag. I Sverige har endast ett tiotal bolag en sådan spridd ägarbild vid utgången av 2013.

¹⁸ För fördjupad diskussion se Jonung (2002).

¹⁹ För en översikt av denna forskningslitteratur se Hakkala, Heyman och Sjöholm (2010) och Ekholm och Hakkala (2006).

3. Aktiemarknaden och börsbolagen

Aktier är benämningen på ägarnas andelar i ett aktiebolag. Den kapitalinsats som ägarna har bidragit med i utbyte mot aktier bildar bolagets aktiekapital. En aktie är i grunden en rätt till bolagets tillgångar och resultat efter det att alla bolagets fordringsägare, i första hand bolagets långivare, har fått sitt. Eftersom värdet på denna rätt är beroende av bolagets lönsamhet är aktiekapital att betrakta som riskkapital. Aktieägarna har dock begränsat ansvar för bolagets verksamhet i den meningen att de inte kan förlora mer än vad de satsat i bolaget. En del av bolagets vinster brukar komma aktieägarna till del direkt i samband med aktieutdelningen, medan resten av överskottet tillförs bolagets egna kapital. Aktieinnehav ger också bestämmanderätt över bolaget. Varje aktie ger upphov till ett visst röstvärde på bolagets stämma. Vanligen antas principen en aktie/en röst gälla, men avvikelser med differentierade röstvärden är vanliga över hela världen. Exempelvis finns det i svenska aktiebolag A-aktier som ger en röst per aktie och B-aktier som vanligtvis berättigar till en tiondels röst per aktie.

Bolag som expanderar sin verksamhet och har behov av finansiering kan utöver egna medel antingen låna pengar av ett kreditinstitut, ge ut obligationer på räntemarknaderna eller emittera nya aktier. De risker som är förknippade med att låna ut till expanderande affärsverksamheter gör att företagens kapitalbehov sällan helt kan tillgodoses av enbart ränte- och kreditmarknaderna, även om denna finansieringsform är skattemässigt gynnad, åtminstone inte till rimliga kostnader i förhållande till bolagets lönsamhet. En rimlig risknivå kräver helt enkelt en viss andel eget kapital. En del av bolagens finansieringsbehov behöver därför tillgodoses genom att emittera aktier som säljs till riskvilliga investerare. För att förmedlingen av riskkapital mellan företag och investerare ska ske så effektivt som möjligt behövs en organiserad marknadsplats för aktier. Den övervägande delen av handeln i svenska aktier sker över Stockholmsbörsen. Vid sidan av handeln på Stockholmsbörsen organiseras aktiehandel även lokalt hos värdepappersinstitut och på några mindre marknadsplatser.

Celik och Isaksson (2013) ger i en studie av de institutionella investerarnas ägarroll på marknaden en fördjupad diskussion kring aktiemarknadens funktion. Genom investerarnas handel med aktier sätts priser och kapitalet allokeras mellan olika investeringsalternativ och bolag. Eftersom aktieägarna förväntar sig högst möjliga avkastning på sitt investerade kapital har de incitament att övervaka och kontrollera bolagens verksamhet så att resurserna inte används på felaktigt sätt, med lägre avkastning som följd. När bolagens verksamhet på detta sätt ständigt kontrolleras och analyseras skapas information vilket är grundläggande för marknads funktion och effektivitet (Celik och Isaksson 2013). Aktieägarnas incitament till kontroll och styrning av bolagens verksamhet är därför central för en effektiv kapitalallokering. Skillnaderna mellan ägares incitament och vilja att utöva olika grader av ägarengagemang är också grunden till att olika finansiella instrument har utvecklats, med olika kontrollrättigheter förenade med ägandet.

Det som har nämnts ovan brukar teoretiskt beskrivas som aktiemarknadens två huvudfunktioner. Den så kallade primära marknadsfunktionen underlättar bolagens kapitalförsörjning och gör det möjligt för bolagen att erhålla kapital genom att emittera aktier till investerare. Genom att investera i aktier kan investerarna (allmänheten) delta i den värdestegring och förmögenhetsbildning som följer av bolagets investeringar. Detta är en demokratisk aspekt som på många sätt utgör en grund för

aktiemarknadens berättigande och marknadsekonomins funktionssätt. Börsen bidrar också med att öppna upp de stora företagen för allmänheten. Ekonomisk redovisning offentliggörs, vilket leder till ökad transparens så att även allmänheten och småsparare får en inblick i bolagens verksamhet. Utan de krav som börsen ställer skulle en sådan insyn vara sällsynt. De omfattande informations- och redovisningskraven utgör dock en betydande kostnad för noterade bolag.

Aktiemarknadens andra huvudfunktion är att utgöra en andrahandsmarknad för handel i redan börsnoterade bolags värdepapper. Handeln ger investerarna fortlöpande marknadspriser på de underliggande värdepapperna, vilket är avgörande för marknadens funktion och effektivitet som prissättare. Med handeln i värdepapper skapas likviditet för bolagens aktieägare och investerare. Genom att investera i olika bolag kan investerarna även diversifiera sin ägarportfölj och på så sätt minska och hantera sin risk.

Aktiemarknadens roll i ekonomin

Aktiemarknaden är en samlingsplats där utbytesthandel med värdepapper sker. Handeln sker oftast på en aktiebörs som Stockholmsbörsen. Börsens uppgift är att skapa kontakt mellan köpare och säljare av aktier.

Ett traditionellt lånekontrakt mellan ett företag och en långivare innebär att långivaren efter en viss tid ska få tillbaka de utlånade pengarna plus ränta. Traditionella lånekontrakt innebär oftast inte del i någon vinstdelning eller ett aktivt deltagande i företagets skötsel. Lånekontrakt kännetecknas därmed av förutsebarhet och låg risk. Men det finns också behov av mer riskvilligt kapital i ekonomin. Den som startar ett företag satsar normalt en stor del av sina egna tillgångar i företaget. Efter hand som verksamheten växer ökar behovet av både lånat kapital och riskkapital eftersom företagarens egna tillgångar inte är tillräckliga. Endast i sällsynta fall kan den enskilde företagaren ensam stå för riskkapitalet. Ett sätt att attrahera kapital är att låta andra än företagaren själv satsa pengar och därigenom också få del av framtida vinster. För att investerare ska vara villiga att satsa pengar när företagets enda motprestation är en andel av vinsten, kräver de flesta någon form av inflytande över företaget för att kunna påverka hur det sköts. Genom att företaget ger aktier blir investerarna delägare, aktieägare, och kan därmed utöva ett sådant inflytande, bland annat genom att utse styrelse.

Andrahandsmarknaden

Kapitalbehoven i företag är normalt av långsiktig natur. Investerarna å sin sida vill ha sina medel så lättillgängliga som möjligt. Det skulle därför vara svårt att få sparare att investera sina pengar i aktier om de inte relativt snabbt och till låga kostnader kunde sälja aktierna, dvs. omvandla dem till pengar. Finns det en andrahandsmarknad där aktier och andra värdepapper kan köpas och säljas blir fler sparare villiga att gå in som aktieägare och investerare. Därmed ökar tillgången på riskkapital.

Likviditet

Ju mer det handlas, desto mer likvid är marknaden och desto villigare är spararna att investera sitt kapital i dessa värdepapper. För att förmå en sparare att satsa på en mindre likvid tillgång, dvs. en som kan vara svårare och dyrare att sälja, kräver spararen normalt extra betalt, vilket innebär högre krav på avkastning när det gäller aktier. En likvid andrahandsmarknad för värdepapper innebär alltså lägre kapitalkostnader för företagen. Detta stimulerar i sin tur investeringar och produktion, och därmed tillväxt och sysselsättning. Det möjliggör också en högre avkastning för investeraren än om denne enbart var hänvisad till bankinlåning.

Prissättning

Aktiemarknadens handel och löpande prissättning av aktierna medför att företagen får ett mått på kostnaden av mer riskkapital. Därmed underlättas investeringsbesluten, eftersom kapitalkostnaden blir en känd storhet. Den löpande prissättningen medför också att företagsledningarnas sätt att hantera företagets resurser löpande granskas och bedöms av marknaden. Marknaden producerar på detta sätt viktig information vilket bidrar till en rationell och effektiv produktion.

Förtroende

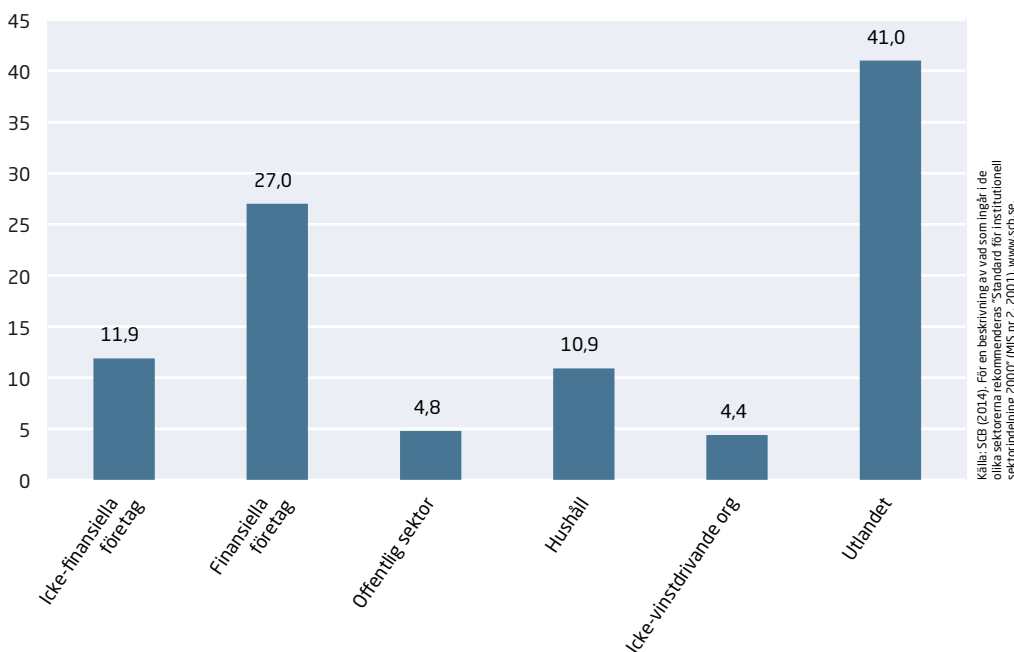
Aktiemarknaden som finansieringskälla vilar på investerarnas förtroende. Därför är transparens kring bolagens verksamhet och styrning mycket viktigt. Utan tydlig och transparent ägarstruktur och bolagsstyrning minskar investerarnas förtroende och vilja att investera.

3.1. Stockholmsbörsen i dag

Vid utgången av 2013 var 253 bolag noterade på Nasdaq OMX Nordic Stockholm (Stockholmsbörsen). De bolag som är noterade på börsen förbinder sig att förse marknaden med information om beslut och händelser som kan vara kursdrivande. Börsbolagen är indelade i tre segment som baseras på bolagens marknadsvärde (Large Cap, Mid Cap och Small Cap). Kraven på bolagen varierar något beroende på vilken lista de handlas på. Utöver informationskrav finns krav på viss ägarspridning. Enligt börsens regler för emittenterna ska ett tillräckligt antal aktier finnas i allmän ägo. Dessutom ska bolaget ha ett tillräckligt antal aktieägare (NASDAQ OMX Stockholm Regelverk, 2.3.10). Om 25 procent av aktierna i en serie är i allmän ägo anses kravet vara uppfyllt.

Den totala aktieförmögenheten i bolag noterade på svensk marknadsplats²⁰ var vid utgången av 2013 värderad till 5 010 miljarder kronor. Det kan jämföras med Sveriges bruttonationalprodukt (BNP) på cirka 3 600 miljarder kronor samma år. Fördelningen av ägandet mellan olika ägarkategorier förändras långsamt men i riktning mot ökat utländskt och institutionellt ägande. Figur 2 visar ägandet per ägarkategori i december 2013.

Figur 2. Aktieägandet i bolag noterade på svensk marknad per ägarkategori, procent, december 2013.



Utländska ägare är den största ägarkategorin med ett innehav motsvarande 41,0 procent av det totala börsvärdet. Det är den högsta noteringen av utländskt ägande sedan toppnoteringen på 42,4 procent i juni 2000 (SCB 2014). Ägarkategorin utländska ägare består i sin tur till största del av institutionella placerare och delar därför

²⁰ Avser samtliga aktier och svenska depåbevis noterade på svensk börs, auktoriserad marknadsplats samt aktier som av Riksskatteverket anses noterade och för vilka noteringen hålls allmänt tillgänglig av bank, fondkommissionär eller annan. Statistiken omfattar aktier noterade på NASDAQ OMX Stockholm, Aktietorget, NGM Nordic Growth Market, Göteborgslistan och First North. Även onoterade aktieserier i noterade bolag omfattas av statistiken. Exempel på sådana kan vara aktieserier med hembudsklausul. Uppgifter om slutlig ägare av aktieinnehav färre än 501 aktier i samma bolag registrerade hos svensk förvaltare saknas men värdet på detta innehav för olika sektorer uppskattas. Uppgifter om utländska förvaltares slutkunder saknas varför ägandet hamnar på förvaltarens hemland (SCB 2014).

många av de karakteristika som kännetecknar de inhemska institutionella placerarna (Fogel m.fl. 2013; Jakobsson 2012; Wiberg 2008). Den angloamerikanska dominansen i det utländska ägandet är betydande då USA:s och Storbritanniens ägarandelar uppgick till 30,4 respektive 23,7 procent av utlandets totala innehav.

Den näst största ägarkategorin är finansiella företag som består av investmentbolag, investeringsfonder, försäkringsbolag, samt banker med flera. De finansiella företagens andel av aktieägandet uppgick vid utgången av 2013 till 26,9 procent. Tabell 1 visar respektive ägarkategori samt fördelningen inom respektive ägarkategori i december 2013 och december 2012.

Den offentliga sektorn kan också klassificeras som institutionell placerare eftersom den till stor del består av allmänna pensionsfonder, AP-fonderna. I denna kategori ingår också statens direktägande i noterade bolag. De icke-finansiella företagens ägarandel var 11,9 procent vilket är något mer än de svenska hushållens direktinnehav. Hushållens direktinnehav motsvarar 10,9 procent av det totala börsvärdet.²¹ I hushållens direktinnehav ingår inte aktierelaterade placeringar i fond- och försäkringssparande. Icke-vinstdrivande organisationers aktieinnehav uppgick till 4,4 procent av det totala börsvärdet. Även denna ägarkategori kan anses utgöras av institutionella investerare då organisationernas företrädare förvaltar värden åt organisationernas förmånstagare.

Tabell 1. Aktieägandet i bolag noterade på svensk marknad per ägarkategori, procent, december 2013 och december 2012.

	December 2013	December 2012
Hushåll		
Hushåll	10,9	10,8
Offentlig sektor		
Stat	2,0	2,9
Kommun	0,0	0,0
Socialförsäkring	2,8	2,8
Finansiella företag		
Banker m fl	1,9	2,3
Investmentbolag	5,4	5,5
Investeringsfonder	11,7	11,5
Försäkring	8,0	8,3
Icke-finansiella företag		
Icke-finansiella företag	11,9	11,5
Icke-vinstdrivande org.		
Företag	2,2	1,9
Hushåll	2,2	2,2
Utlandet		
Utlandet	41,0	40,3
Summa	100,0	100,0

Källa: SCB (2014). För en beskrivning av vad som ingår i de olika sektorerna rekommenderas "Standard för institutionell sektorindelning 2000" (MIS nr 2, 2001), www.scb.se.

Notera: Av det utländska ägandet utgör USA:s och Storbritanniens ägarandelar 30,4 respektive 23,7 procent.

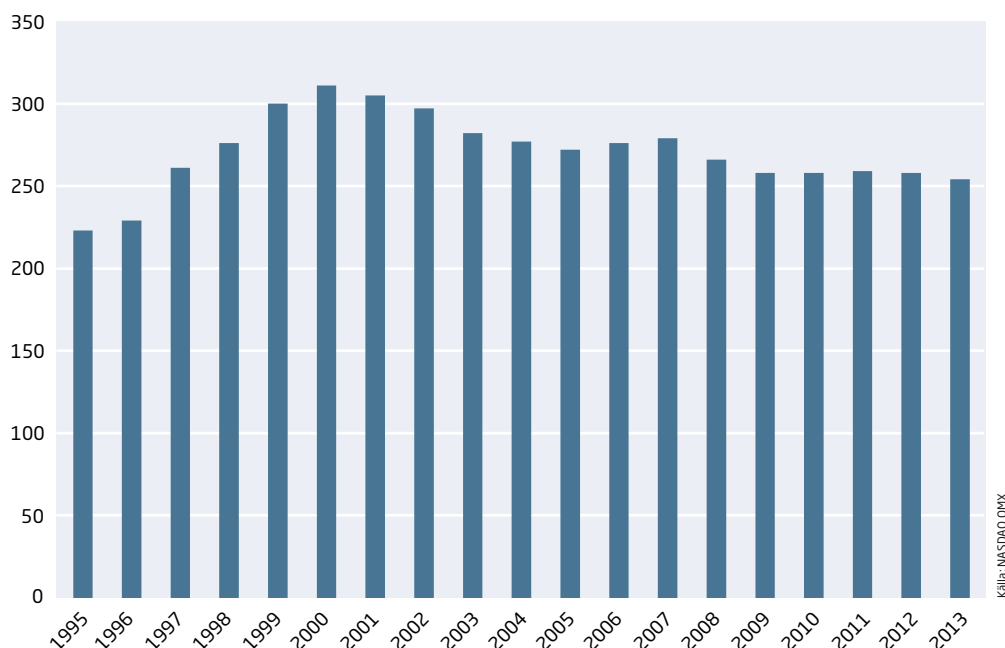
²¹ Hushållens direktägande är något underskattat då visst förvaltarregistrerat ägande, exempelvis småsparare via depå, inte syns i andelen aktieägare. För att förvaltarregistrerat ägande ska ingå måste innehavet vara minst 501 aktier i ett bolag. Ägande via utländsk förvaltare kommer inte med oavsett antal aktier, utan registreras som utländskt ägande i de svenska bolagen (SCB 2014).

Vid utgången av 2013 var 1 375 253 svenska individer aktieägare (direktägare), vilket motsvarar cirka 14,3 procent av befolkningen (SCB 2014). Detta innebär en minskning med cirka 44 000 personer jämfört med 2012. En förklaring till minskningen är att alternativa sparformer medför att en allt mindre andel av befolkningen har ett direktäggande i aktier.²² Andelen aktieägare i befolkningen har minskat för varje år sedan 2002 då 22,6 procent av befolkningen ägde aktier. Vid sidan av direktägda aktier och indirekt aktieäggande via fonder består hushållens finansiella sparande också av bankkonton, obligationer och andra finansiella instrument.

Börsens minskade betydelse

Börsen erbjuder självständig finansiering med aktiekapital och därmed en möjlighet för företag att utvecklas med mindre inblandning från banker och långivare. En börsnotering möjliggör för investerare att vara delaktiga i värdeskapandet som sker i de noterade företagen. Det skapar engagemang och förtroende. Börsen bidrar också till transparens, både för investerare och bolagets kunder. Trots detta har allt färre företag valt att börsnotera sina aktier under det senaste decenniet. Speciellt små och medelstora företag tycks föredra andra finansieringskällor. Riskkapitalister, venture capital (VC) och lånefinansiering har kommit att bli allt viktigare finansieringskällor för bolagen.²³ Antalet börsnoterade företag i Sverige har fallit från som mest 311 bolag år 2000 till 253 bolag i december 2013, en minskning med nästan 17 procent, se Figur 3. Denna utveckling är inte unik för Sverige utan delas med övriga nordiska länder. Även globalt har attraktionskraften för börsnotering minskat.

Figur 3. Antal bolag listade på Stockholmsbörsen 1987-2013.



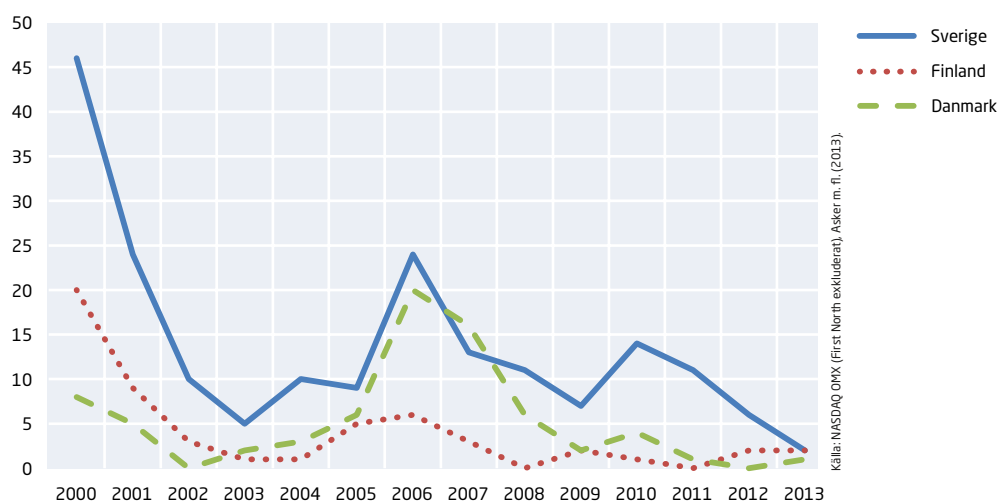
²² Genom investeringssparkonto (ISK) kan individer direktäga aktier. Införandet av ISK har troligen hittills haft mycket liten påverkan på SCB:s aktieägarstatistik.

²³ En kartläggning av Svenska Riskkapitalföreningen (SVCA) visar att svenska riskkapitalägda (medlemmar i SVCA) företag sysselsatte 200 000 personer eller 4,3 procent av det totala antalet anställda i Sverige vid utgången av 2012. Bidraget till BNP var 311 miljarder kronor eller 8,8 procent. Siffrorna inkluderar både onoterade och noterade portföljbolag (SVCA & PwC, *Private equity performance study 2012 a study of Swedish private equity owned portfolio companies 2005-2011*).

Många marknader har vidtagit åtgärder för att möta denna utveckling. Utöver Stockholmsbörsens²⁴ problemanalys och åtgärdsförslag, vilka presenterats under hösten 2013, kan följande exempel nämnas: EU-kommissionens förslag i *MiFID II* samt revidering av Öppenhetsdirektivet, den så kallade *Jobs Act* i USA, Londonbörsens etablering av ett *High Growth Segment*, samt Euronexts arbete med att introducera en så kallad *Entrepreneurial Exchange*. Gemensamt för dessa initiativ är konstaterandet att börserna har stor betydelse för bolagens framtida tillväxtpotential genom att underlätta kapitalanskaffningen (Celik och Iskasson 2013).

Trots att endast en bråkdel av alla företag är börsnoterade aktiebolag står dessa bolag för en huvuddel av produktionen och sysselsättningen i den svenska ekonomin. Det kapital som anskaffas genom börserna har dock fallit i relation till andra finansieringskällor. De flesta börsnoterade bolag anskaffar sällan ytterligare kapital genom aktiemarknaden efter notering. De bolag som gör ytterligare emissioner för att anskaffa kapital gör det undantagsvis, med långt tidsintervall emellan (Asker m.fl. 2013). Ur ett makroekonomiskt perspektiv har börserna därmed också i Sverige kommit att bli ett sätt för investerare att få ut kapital ur bolagen snarare än att tillföra finansiering. Utvecklingen demonstreras tydligt av att antalet nyemissioner har fallit kraftigt sedan år 2000. Denna utveckling delas till stor del med övriga nordiska länder, se figur 4.

Figur 4. Antal nordiska börsintroduktioner (IPOs) 2000–2013.



Möjliga orsaker till börsernas minskade roll för bolagens kapitalförsörjning är delvis utanför ramen för denna rapport. Men en vanlig förklaring är bland annat den stora regelbördan förenad med redovisning i börsnoterade företag. Berglund (2014) pekar på hur incitamenten för de personer som utarbetar finansmarknadsregleringen leder till mer komplexitet. Ökad komplexitet i regelverken missgynnar även mindre bolag och finansmarknadsaktörer då den relativa kostnaden för att följa och implementera reglerna ökar. Ofta tycks också värderingen på börserna vara lägre än värderingen i en privat miljö för jämförbara företag. Kapitalanskaffningen via börserna medför också betydande kostnader för emitterande bolag.

²⁴ "Ett förbättrat börsnoteringsklimat för Sveriges tillväxt: problemanalys och förslag till åtgärder", NASDAQ OMX 2013.

De ökade (regleringsrelaterade) kostnaderna innefattar:

- Ökade/omfattande öppenhets- och rapporteringskrav
- Betungande bolagsstyrningskrav
 - kod för bolagsstyrning
 - nomineringskommittéer

Till nackdelar associerade med börsnotering som har ökat under senare år hör bland annat:

- Minskad handel och minskad likviditet i mindre bolag
 - mindre analys/bevakning
 - mindre intresse/lägre värdering
- Ökad konkurrens från andra finansieringskällor
 - aktiekapital genom VC, Private Equity
 - lånefinansiering

Balansen mellan de fördelar och kostnader som en börsnotering medför för bolagen tycks därför ha skiftat, främst till de mindre bolagens nackdel. Följden blir att börsen som finansieringskälla minskar i betydelse för de bolag som har störst möjlighet att växa.

Onoterade bolag har till skillnad från noterade fördelen att ägarna kan agera mer långsiktigt (utan krav på snabba resultat och rapporteringskrav). Rapporteringskrav kan försvåra för bolag att bygga upp ett stöd för nödvändiga och omfattande förändringar i finansierings- och verksamhetsstrategi. Enkelt uttryckt kan det vara mycket svårt för en bolagsledning att vinna gehör för att till exempel sänka utdelningen till förmån för en mer långsiktig investeringsmöjlighet, speciellt utan att avslöja för mycket information om investeringsmöjligheten till konkurrenter på marknaden. I den mån investeringar i bolagets långsiktiga utveckling får stå tillbaka för alternativ med lägre avkastning men kortare tidshorisont kan det talas om kortsiktighet i investeringsbeteendet.

Kvartalsrapportering kan också uppmuntra till ett överdrivet fokus på kortsiktiga resultat på bekostnad av bolagets långsiktiga värde (Graham, Harvey och Rajgopal 2005). Konsekvensen blir att tillväxtföretag väljer alternativa finansieringskällor. För börsen medför det minskade intäkter som följd och i förlängningen en minskande roll som handelsplats. Även för ekonomin i stort kan detta ge långtgående effekter. Då onoterade bolag har en högre kapitalkostnad kan brist på kapital leda till mindre investeringar generellt vilket i sin tur leder till effekter på sysselsättning och tillväxt. En ytterligare konsekvens blir att allmänhetens möjligheter att investera och delta i den värdetillväxt som skapas i börsbolagen minskar. På lång sikt riskerar detta att leda till fördelningseffekter och en alltmer koncentrerad förmögenhetsbildning, vilket i sin tur kan medföra ett minskat demokratiskt stöd för kapitalmarknaden.

3.2. Incitament och kortsiktighet

En effektiv kapitalmarknad allokerar och överför sparande i dag till investeringar i morgon och tillväxt i framtiden. Kortsiktighet på kapitalmarknaderna kan försvaga denna allokeringprocess. Om utlovad avkastning i övermorgon inte framkallar sparande i dag, blir det ingen investering i morgon. Färre investeringar leder till lägre långsiktig tillväxt och minskad väldfärd. För den finansiella marknaden har detta fenomen kommit att kallas ”kvartalskapitalism” (Haldane 2011).

Det är viktigt att definiera vad som avses med kortsiktighet. I en effektiv marknad, som innehåller all tillgänglig information, inklusive insiderinformation, kommer marknadsprissättningen under vissa antaganden leda till en effektiv prissättning.²⁵ Om marknaden är effektiv går det därför inte heller att särskilja kortsiktighet från långsiktighet. I de fall där kortsiktighet faktiskt kan urskiljas måste det sålunda bero på någon form av marknadsmisslyckande.

Många modeller som undersöker effekten av kortsiktighet i investeringsbeteende antar att ledningen för börsnoterade bolag erhåller någon form av personlig nytta eller vinning (*derives utility*) från bolagets nuvarande aktiekurs, samt från aktiekursens långsiktiga utveckling. Ledningens intresse för aktiekursen kan till exempel bero på att ledningen vill kunna sälja eget aktieinnehav, att ledningens kompensation och ersättning är kopplad till aktiekursen eller att ett fall i aktiekursen kan leda till ett övertagande av bolaget, vilket i förlängningen kan leda till ett ledningsbyte. Sammantaget ger detta ledningen incitament att påverka aktiekursen. Eftersom aktiekursen bestäms av summan av bolagets samtliga diskonterade framtida utdelningar/kassaflöden, kan aktiekursen påverkas genom investerarnas förväntningar om bolagets framtida kassaflöde. Genom att åstadkomma och rapportera ett högre kassaflöde i nuläget kan ledningen få investerarna att höja sina förväntningar om framtida kassaflöden, vilket därmed får den aktuella aktiekursen att stiga. Ledningen kommer alltså att utvärdera potentiella investeringsprojekt med en högre diskonteringsränta, speciellt på längre sikt, vilket leder till färre investeringar (Asker m.fl. 2013).

Det är viktigt att notera att den underliggande mekanismen i modeller som försöker förklara ”kortsiktighet” inte är bedrägeri eller redovisningsfiffel. Snarare handlar det om att bolagen, för att åstadkomma kortsiktigt kursdrivande lönsamhet, underinvesterar i bolagets verksamhet och utveckling och därmed minskar kostnaderna. Med andra ord, en kortsiktig ledning försakar investeringsprojekt som har ett positivt nettonuvärde (*Net Present Value*, NPV) i förhållande till bolagets kapitalkostnad.²⁶ Externa investerare har ofullständig information om de projekt som bolagen investerar i och kan därmed inte fullgott avgöra vilka investeringar som skulle maximera bolagets långsiktiga värde. De vet inte heller i vilken grad bolaget faktiskt underinvesterar, men de känner till ledningens incitament att agera på detta sätt.

Studier har visat att det finns betydande skillnader i investeringsbeteende mellan börsnoterade och onoterade bolag i USA (Asker m.fl. 2013). Börsnoterade bolag investerar betydligt mindre²⁷ samt är mindre mottagliga för förändrade investeringsmöjligheter i jämförelse med likvärdiga onoterade bolag. Detta mönster är särskilt tydligt i de sektorer där aktiepriserna är känsliga för nyheter kring förändringar i lönsamhet. Michaely och Roberts (2012) visar att onoterade bolag i mindre grad utjämnar utdelningarna än vad noterade bolag gör.

Likviditeten i börsnoterade bolag gör det möjligt för investerare att så fort information framkommer som kan påverka lönsamheten negativt, snabbt sälja och avveckla sitt ägande i bolaget istället för att behålla ägandet och försöka påverka bolagets ledning. Beteendet brukar på engelska kallas för *Wall Street Walk*. Detta försvagar givetvis de externa investerarnas incitament till aktivt ägarengagemang. Onoterade

²⁵ Den effektiva marknadshypotesen bygger på antagandet att all tillgänglig information (både privat och publik) återspeglas i marknadspriset på en aktie. Teorin utgår från att investerare är rationellt nyttomaximerande, eller agerar som om de vore det. Därmed värderas aktier utifrån rationella antaganden och eventuella tillfälliga felprissättningar kommer att ta ut varandra. Möjligheten till arbitrage på marknaden gör att aktien handlas och därmed återgår till sitt korrekta värde

²⁶ För fördjupat resonemang se exempelvis Asker m.fl. (2013) samt Haldane (2011).

²⁷ De onoterade bolagen i det amerikanska urvalet investerar i genomsnitt nästan dubbelt så mycket som likvärdiga listade börsnoterade bolag, mostavarande 6,8 procent och 3,7 procent av totala tillgångar årligen.

bolag styrs å andra sidan oftast mer eller mindre direkt av en majoritetsägare och karaktäriseras av koncentrerat ägande. Onoterade bolag är också illikvida, på så sätt att aktierna oftast inte kan säljas omgående på en marknad. Både dessa faktorer bidrar till ägarens incitament att aktivt engagera sig i bolagets utveckling och övervaka ledningens skötsel av bolaget.

Tirole (2001) visar att röstmässigt betydande ägare har incitament att aktivt granska och kontrollera bolagets ledning, samt vid behov avsätta och byta ledning. I linje med detta visar Edmans (2009) teoretiskt hur röstmässigt betydande aktieägare kan minska bolagsledningens kortsiktighet. I vilken grad utfallet faktiskt blir så är dock en empirisk fråga (Asker m.fl. 2013).

Investeringsnivåerna i bolag varierar förstås kraftigt både med storlek och sektor. Börsnoterade bolag är vanligtvis betydligt större än onoterade bolag inom samma sektor, varför eventuella jämförelser mellan börsnoterade och onoterade bolag måste bygga på någon form av matchningsmetod. En studie som försöker matcha noterade bolag med jämnvärdiga onoterade bolag är Saunders och Steffen (2011). De visar med data för brittiska bolag att onoterade bolag har högre lånekostnader än börsnoterade bolag. Trots detta finansieras onoterade bolag till största delen genom lånefinansiering eftersom tillgången till ägarkapital är begränsad (Brav 2009).

Forskning inom redovisning har funnit att ledningar för börsnoterade bolag ibland tar kostsamma beslut för att undvika negativa lönsamhetsbesked. För att nå upp till analytikernas förväntningar om framtida intjäning (*earnings*) minskar börsbolagen till att börja med sina diskretionära utgifter (Bhojraj m.fl. 2009). På så sätt minskar risken för att missa det av analytikerna förväntade målet, vilket även minskar risken för en nedgång i aktiekursen. I ett längre tidsperspektiv kan bolagets minskade investeringar emellertid leda till lägre lönsamhet. Baber, Fairfield och Haggard (1991) visar att börsnoterade bolag som inte når lönsamhetsmålen även drar ner på investeringar i FoU för att undvika att rapportera minskad lönsamhet. Som tidigare nämnts kan dessa tendenser till viss del motverkas, till exempel genom kontrolläggande, men även institutionella investera kan fylla en kontrollägarroll i detta avseende (Bushee 1998). Institutionella investerare följer annars vanligen portföljallokeringsstrategier baserade på indexering. Detta leder till att deras agerande som ägare i vissa fall blir kortsiktigt.²⁸

Ovanstående resultat bekräftar andra undersökningar som gjorts på amerikanska bolag och som har funnit att ledningen i noterade bolag föredrar investeringar med kortare tidshorisont, eftersom de inte tror att marknaden kan värdera långsiktiga projekt rättvisande (Poterba och Summers 1995). En liknande undersökning av ledningens attityder finner att en majoritet av ledningarna skulle undvika att investera i ett projekt med positivt NPV om detta medförde att analytikernas förväntade lönsamhetsmål för innevarande kvartal missades (Graham, Harvey och Rajgopal 2005).

Sammantaget visar forskningen att börsnotering i vissa fall medför kortare investeringshorisont. De incitament som kännetecknar minoritetsägare, kontrollägare och bolagsledning får genom dessa aktörer en inverkan på bolagens investeringar. En viktig uppgift för de regler som omger bolagens styrning blir därför att allokeras kontrollrättigheter till de aktörer som kan förväntas agera för att åstadkomma den långsiktigt gynnsammaste utvecklingen av bolagets verksamhet.

²⁸ En ytterligare förklaring till varför institutionella investerare inte alltid är lämpliga som kontrollägare är de portföljallokerings- och förvaltningsregler som institutionella investerare omfattas av.

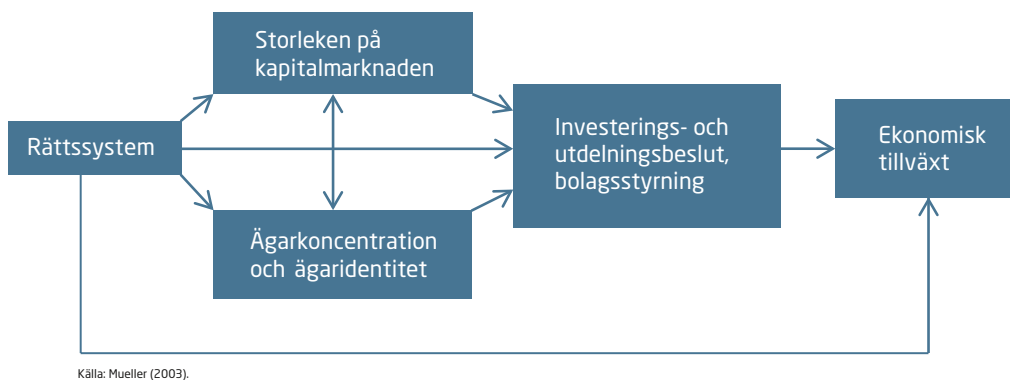
4. Bolagsstyrning

Den finansiella marknadens roll är alltså att i första hand överföra besparingar till investerare och därmed fastställa de relativa priser som fungerar som signaler för att styra allokeringen av kapitalet. Avgörande blir då också de formella och informella regler som omger och påverkar denna allokeringsprocess, det vill säga bolagsstyrningen. Denis och McConnell (2003) definierar bolagsstyrning som:

”de mekanismer - både institutionella och marknadsbaserade - som skapar incitament för egenyttiga befattningshavare i ett företag (de som fattar beslut om hur företaget ska drivas) att fatta beslut som maximerar företagets värde åt sina ägare (de som har bidragit med eget-kapital).”²⁹

Mer allmänt kan bolagsstyrning beskrivas som en uppsättning processer, sedvanor, principer, lagar och regleringar som påverkar hur företag styrs och administreras.³⁰ Figur 5 beskriver tematiskt hur bolagsstyrningen hänger samman med ekonomisk tillväxt och det institutionella ramverket.

Figur 5. Sambandet mellan rättssystem, ägarstruktur och ekonomisk tillväxt.



Forskningen kring bolagsstyrning kan sedan delas upp i tre sammanflätade teman. Det första temat handlar om ansvar och skyldigheter hos vissa aktörer i en organisation och de mekanismer som används för att minska eller eliminera principal-agent-problem. Ett andra tema i litteraturen kring bolagsstyrning, mycket relaterat till principal-agent-problemen, rör effekterna av ägarstyrning på ekonomisk effektivitet, ofta med en stark betoning på aktieägarvärde. Det tredje temat i bolagsstyrning gäller den roll som bolagsstyrningen har i förhållande till bolagets övriga intressenter, den så kallade intressentmodellen (*stakeholder-model*). Denna rapportens frågeställningar rör i första hand de två förstnämnda temana.

²⁹ Fri översättning av “the set of mechanisms – both institutional and market based – that induce the self-interested controllers of a company (those that make decisions regarding how the company will be operated) to make decisions that maximize the value of the company to its owners (the suppliers of capital)” (Denis och McConnell 2003, sid 2).

³⁰ För en grundläggande översiktsstudie av ägarstyrning se Shleifer och Vishny (1997).

Bolagsstyrning

Bolagsstyrning (*corporate governance*) syftar till att säkerställa att bolag som inte leds av sina ägare drivs med ägarnas intresse för ögonen. Med ett spritt ägande i börsnoterade bolag ökar risken för att bolagen inte drivs entydigt i enlighet med ägarnas intresse (fler ägare innebär givetvis mer divergerande intressen). Styrelser och anställda företagsledningar kan ha delvis avvikande intressen, till exempel när det gäller avkastningskrav på kortare och längre sikt, risktagande, finansiell struktur och ersättningar. Denna risk är särskilt uttalad i bolag som saknar starka huvudägare men föreligger i större eller mindre grad i alla bolag med betydande inslag av ägande som inte aktivt medverkar i styrningen av bolaget.

För att minska risken för intressekonflikter har olika former av regler och riktlinjer för styrningen av bolag tillkommit som komplement till lagstiftningen. I många länder i Europa, liksom i andra delar av världen, har detta till stor del skett i form av s.k. koder för bolagsstyrning. Även mellanstatliga sammanslutningar som OECD och EU har utfärdat olika former av regler och riktlinjer i bolagsstyrningsfrågor.

OECD har utvecklat riktlinjer med syfte att underlätta för både OECD:s medlemsländer och icke-medlemsländer att stärka nationella regelverk och institutioner kring bolagsstyrning i noterade bolag.³¹ Riktlinjerna betonar transparens, överensstämmelse med nationella och internationella regelverk och internationella konventioner, samt likabehandling av alla aktieägargrupper. Även om riktlinjerna främst riktar sig mot noterade bolag, med en separation av ägande och kontroll, kan de också fungera vägledande för styrning i onoterade bolag. Riktlinjerna är inte bindande och de förordar inte heller någon speciell bolagsstyrningsmodell, snarare betonas det att nationell reglering har sitt ursprung i nationella särdrag och skillnader vilket behöver vägas in i internationell harmonisering av regler.

I kommentarerna till OECD-principerna sägs att styrelsen ska arbeta för avkastning till aktieägarna (ej uttryckligen maximera aktievärdet) samt att styrelsen ska ta hänsyn till andra intressen än aktieägarnas. Det betonas också att regleringen kring bolagsstyrningen måste anpassas till andra samhällsspecifika faktorer som nationella traditioner, etik och rättsregler.

Om bolag styrs så effektivt som möjligt utifrån aktieägarnas intressen förväntas det leda till den mest samhällsekonomiskt lönsamma utvecklingen, genom att de investeringar som bolaget gör förväntas vara de långsiktigt mest värdeskapande. Om förtroendet minskar för bolaget eller dess ägare och ledning, minskar potentiella investerares vilja att satsa kapital i bolaget. Med mindre och dyrare kapital tillgängligt blir färre investeringar gjorda vilket i sin tur leder till en långsiktigt lägre tillväxt. Bolagsstyrningen, kapitaltillgången och därmed förtroendet för ägare och ledning är därför avgörande för samhällsekonomin utveckling.³²

Det ökade inflytandet av institutionella ägare skapar förväntningar om att dessa professionella (resursstarka) investerare kan medverka till att lösa de problem som uppkommer i samband med att kontrollen skiljs från ägandet. Men institutionella ägare

³¹ OECD *Principles of Corporate Governance* (1999 Revised 2004), <http://www.oecd.org/corporate/oecdprinciplesofcorporategovernance.htm>.

³² Bolagsstyrningen och börsbolagens resursallokering är också en följd av de skiftande intressen som kännetecknar marknads olika aktörer. Banker vill stärka och bevara möjligheterna till bankfinansiering. Aktiemäklarfirmor och andra marknadsaktörer önskar utöka aktiehandels omsättning och utveckling. Dominerande ägare, traditionellt sett familjer men även riskkapitalbolag önskar bevara kontrollägarprivilegier, expandera bolagen, samt erhålla finansiering till förmånliga villkor, dock inte till samma fördelaktiga villkor för konkurrenterna.

har också egna kostnader, förutsättningar och mål. Följaktligen har de inte alltid det beteende som önskas utifrån detta perspektiv. Ett ytterligare skäl till att institutionella ägare inte kan förväntas agera som kontrollägare är att de ofta själva till viss del styrs genom politiska beslut. Det finns även starka samhällsekonomiska och politiska skäl för institutionerna att inte engagera sig i kontrolläggande, se till exempel Jakobsson (2012) och Pålsson (2012). I avsnitt 6 i denna rapport analyseras de institutionella investerarnas roll som ägare mer ingående.

Förenklat kan styrningen i börsnoterade bolag delas in i två huvudtyper – bolag med spritt ägande där ledningen i praktiken kan kontrollera bolaget – samt bolag med ägare som har tillräckliga ägarposter för att själva kontrollera bolaget. Inom forskningslitteraturen kallas detta *insider*- och *outsider*-system eller kontrollägarsystem och marknadsbaserat system. I insider-system är aktieägandet koncentrerat till en majoritetsägare. Större aktieägare är direkt representerade i styrelserna som övervakar ledningen, och kanske direkt i ledningen själv. I outsider-system är aktieägandet mer spritt, och ägarna utövar indirekt kontroll på ledningen genom att välja representanter till övervakningsstyrelser, eller genom att rösta på konkreta förslag från ledningen, som därmed har större inflytande över bolagets dagliga verksamhet. De angloamerikanska länderna, främst USA och Storbritannien, är de tydligaste exemplen på outsider-system, medan insider-systemet är vanligare i övriga delar av världen och i synnerhet i Kontinentaleuropa (Barca och Becht 2001). Tabell 2 visar schematiskt skillnaderna mellan de kontinentaleuropeiska och det angloamerikanska bolagsstyrningssystemen.

Tabell 2. Ägarstyrningssystem och kompletterande instrument.

	Marknadsbaserat system (USA, Storbritannien)	Kontrollägarsystem (Europa)
Ägande och kontroll	Spritt ägande	Kontrollägare
Minoritetsskydd	Starkt	Svagt
Styrelsen	Potentiellt oberoende	Nära kontrollägaren
Företagsledning	Starkt, oberoende	Nära kontrollägaren
Bankrelationer	Armlängd, diversifierat, inget ägande	Nära, koncentrerat, möjligt ägande
Ledningens incitament	Centrala, starka	Mindre centrala, svagare
Kapitalstrukturen	Lägre skuldgrad	Högre skuldgrad
Kontrollmarknaden	Fientliga bud viktiga	Fientliga bud sällsynta

Källa: Söderström (2003).

Trots att majoritetsaktieägare dominerar ägarbilden i många länder, vilket tydligt visats i litteraturen (La Porta m.fl. 1999; Faccio och Lang 2002), har relativt lite forskning gjorts på olika typer av kontrollägars inverkan på bolaget. De olika ägarmodellerna kan associeras med vissa typer av incitament och kontrollinstrument³³ och har uppkommit som en följd av vissa privilegier i förhållande till andra intressenter i bolaget.

Ett utmärkande drag för bolagsstyrning i Kontinentaleuropa och i synnerhet Sverige, är den starka koncentrationen av ägande (Agnblad m.fl. 2001). Pyramider, korsägande och röstdifferentierade aktier har varit tre vanliga metoder för att behålla kontrollen samtidigt som bolagen lyckas attrahera nytt kapital på aktiemarknaden.

³³ För en teoretisk översikt över användandet av olika kontrollinstrument och relationen till proportionella röstsystem *one-share-one-vote*, se Burkart och Lee (2008). För en översikt över empiriska studier rörande kontrollinstrument, se Adams och Ferreira (2008). En mer specifik studie om bolagspyramider som kontrollinstrument är Bebchuck m.fl. (2000), samt Khanna och Yafeh (2006) som studerar korsägande som kontrollinstrument.

I Sverige har detta resulterat i internationellt sett ovanligt stabila ägarstrukturer i kombination med en relativt stor och välutvecklad kapitalmarknad. Som i de flesta kontinentaleuropeiska länder har banker en viktig roll i bolagsstyrningssystemet och som finansiär till börsbolagen (Högfeldt 2005).

En vanlig förklaring till skillnaderna i ägarkoncentration och användandet av kontrollinstrument mellan länder är styrkan och graden av minoritetsskydd (La Porta m.fl. 1997). För att minimera risken att bolagsledningen drar oskälig fördel av bolagets tillgångar kräver investerarna kraftfulla kontrollrättigheter genom att hålla betydande ägar- och röstandelar i bolagen. För att skydda sitt kontrolläggande har inflytelserika majoritetsägare försvarat användandet av kontrollinstrument, vilket bidragit till att dessa har blivit en varaktig institution i vissa nationella ägarsystem (La Porta m.fl. 2000). Storleken på ett lands aktiemarknad, vilket beror på institutionella faktorer som pensionssystemets utformning, påverkar också den nationella regeringen kring ägarstyrningssystemet. De nationella ägarstyrningssystemen kan därför sägas vara ekonomiskt effektiva utifrån de institutionella förhållanden som råder i respektive land. Förändringar av ett lands ägarstruktur, påtvingad genom internationell reglering, kan därför leda till att det nationella ägarstyrningssystemet försvagas.

4.1. Hur kan bolag med spritt ägande kontrolleras?

Bolagsstyrning av börsnoterade bolag fordrar att någon aktivt leder och styr bolagets löpande verksamhet (Zingales 1998). I de fall bolaget har en kontrollerande aktieägare är det vanligen denna, eller dennes representanter, som fattar de avgörande besluten om bolagets löpande verksamhet. I de fall där ägandet är helt spritt och inga enskilda ägare eller ägargrupper kan kontrollera bolaget är det troligen bolagets ledning som fattar besluten. För ett stabilt ledningsstyre krävs dock att lagstiftningen ger bolagsledningen adekvata legala rättigheter.

I båda fallen kan de som kontrollerar bolaget ses som *insiders* i relation till bolaget och övriga aktieägare. De som kännetecknas som *insiders* till bolagets löpande verksamhet har mer information om verksamheten än *outsiders*. Kunskapen antas vara extra värdefull i sektorer som kännetecknas av hög osäkerhet, där investeringshorisonten är lång, eller där kunskapen är avgörande för bolagens strategier.

Personer som arbetar i bolaget kan också ha ett kunskapsövertag i förhållande till externa aktieägare och analytiker. Kunskapen kan ha avgörande betydelse för utvecklingen av verksamheten, speciellt i högteknologiska och kunskapsintensiva sektorer. Fyra typer av företags- eller branschspecifika kunskapsområden kan sägas känneteckna de som arbetat inom bolaget eller i liknande verksamheter i branschen.

- Processkunskap – kunskap om projektstrukturer, metoder, uppgifter och tidsramar som är specifika för bolaget och dess verksamhet.
- Branschkunskap – bransch eller verksamhetsspecifik kunskap, konkurrens och marknadssituation, uppkommande teknologiska utmaningar och lösningar.
- Institutionell kunskap – kännedom om bolagets historia och utveckling, bolagsstruktur, organisation, samt bolagets gemensamma värdegrund.
- Kulturell kunskap – bolagsspecifik kunskap om hur olika aktörer kan samverka inom bolagets projekt, avdelningar, underleverantörer och kunder.

Personer som är mer eller mindre externa i förhållande till bolaget har naturligtvis mindre företagsspecifik kunskap. Det betyder nödvändigtvis inte en nackdel, men i många fall kan den företagsspecifika kunskapen vara en fördel i förhållande till

dem som inte har liknande kunskap. Att införskaffa motsvarande företagsspecifik kunskap är också väldigt kostsamt, om ens möjligt i ett begränsat tidsperspektiv.

På samma sätt kan rörligheten bland medlemmarna i en grupp påverka den gemensamma kunskapsnivån. Allt eftersom en grupp arbetar tillsammans ökar kunskapen om gruppens medlemmar, dess arbetsformer och annan samarbetsmässigt viktig information. En hög omsättning av medlemmar inom gruppen påverkar sålunda gruppens gemensamma kunskapsbas, vilket även påverkar gruppens möjlighet att bidra positivt till organisationens verksamhet eller projekt.

De externa aktörernas och minoritetsägarnas inflytande över den löpande verksamheten begränsas av företagets bolagsordningar (Hellwig 2000). Regelverken som omger bolagsstyrningen i noterade bolag syftar också i mycket till att skydda externa aktieägare, minoritetsägare, från att de som kontrollerar bolaget missbrukar eller är oaktsamma med bolagets tillgångar.

Utöver den värdetillväxt som tillfaller alla aktieägare finns även egna privata kontrollfördelar för den eller de som kontrollerar bolaget, det som på engelska brukar kallas *private benefits of control*, det vill säga privatvärdet av kontroll. Förekomsten av detta kontrollvärde är den vanligaste förklaringen till de intressekonflikter som uppstår i börsnoterade bolag där ägandet är spritt och till någon del är skiljt från kontrollen.

Privatvärdet av kontroll

Privatvärdet av kontroll är en grundläggande faktor i den vetenskapliga analysen av kontrolläggande och bolagsstyrning. Privatvärdet kan definieras som den nytta kontrollägarna eller ledningen får av bolaget utöver den finansiella ersättningen och avkastningen som tillfaller alla aktieägare på lika villkor (främst utdelning och värdestegring på aktierna). Privatvärdet brukar empiriskt mätas som kontrollpremie vid blocktransaktioner, dvs. den överkurs som betalas vid köp och försäljning av så stora aktieposter att de medför (en viss) kontroll över bolaget. Privatvärde för kontrollägare uppkommer på många olika sätt som kan vara positiva, neutrala eller negativa för övriga aktieägare (minoritetsägarna) i bolaget (Söderström 2003).

Ett vanligt antagande är att privata kontrollfördelar alltid medför en kostnad för de icke-kontrollerande aktieägarna. Bolagsstyrningen blir därför en kompromiss mellan att maximera aktieägarvärdet och de privilegier som möjliggör någon aktörs kontroll av bolaget.

För den som kontrollerar ett bolag kommer emellertid en del av motivationen från psykologiska faktorer som viljan att lyckas och att se bolaget utvecklas. Paccès (2009) utvecklar detta resonemang och visar att redan nationalekonomen Frank Knight betonade denna motivation då han beskrev det entreprenörskap som formar och utvecklar bolag, ”*the desire to excel, to win the game, the biggest and most fascinating game yet invited*” (Knight 1921 sid 360).³⁴ Ett annat sätt att se de privata kontrollfördelarna är därför att se dem som icke-realiserade värden vilka kan realiserats i samband med en kontrollpremie vid uppköp. Endast i de fall där den eller de som kontrollerar bolaget kan förhindra att bolagets värde ökar genom övertagande och kontrollskifte krockar denna motivation med aktieägarnas värdemaximering. Det är icke desto mindre fullt möjligt att förena privata kontrollfördelar med en marknad för företagskontroll.

³⁴ Även om bolagsutveckling genom entreprenörskap och innovation oftast involverar en högst idiosynkratisk ledningsförmåga noterar Kirzner (1979) att denna förmåga aldrig är beroende av ägande.

I samband med ett övertagande har kontrollen över bolaget vanligen ett pris, en budpremie för alla aktieägare eller en kontrollpremie för en kontrollpost.³⁵ I de fall där bolag kontrolleras av ledningen snarare än av aktieägarna, kan en kontrollpremie istället ta form av avgångsvederlag eller andra ersättningar till den tidigare ledningen. Utan privata kontrollfördelar (och kontrollpremie) kommer ingen aktör vilja bära kostnaderna eller ta på sig arbetet med att styra bolaget.

De privata kontrollfördelarna gör med andra ord att de som kontrollerar bolaget har incitament att göra bolagsspecifika investeringar, vilka inte på förhand kan värderas av kapitalmarknaden. Förekomsten av privata kontrollfördelar förklarar också varför den absoluta majoriteten av börsnoterade bolag världen över har strukturer och instrument som på ett eller annat sätt skyddar dem som kontrollerar bolagets löpande verksamhet från påverkan av andra, till bolaget, externa aktörer.

Regelverket kring bolagsstyrningen måste inte bara stödja och upprätthålla skyddet för och förtroendet från minoritetsägare, utan även ge ledning eller kontrollägare kontrollrättigheter samt en möjlighet att få avkastning på bolagsspecifika investeringar i form av kontrollpremie (Paccès 2009).

4.2. Privata kontrollfördelar

All den nytta och det värde som är förenat att kontrollera ett företag och som inte delas med icke-kontrollerande aktieägare kan alltså kalla privata kontrollfördelar.³⁶ Det innebär att privata kontrollfördelar som sådana är neutrala i förhållande till aktieägarvärde. Det gäller också för såväl ledningsstyre (t.ex. de fall där ledningen tillåts att besluta om sin egen ersättning, eller på annat sätt erhåller privilegier i samband med kontrollen av bolaget) som kontrollägare (t.ex. extra förmåner som kontorslokaler eller affärer inom intressesfärer), Paccès (2009). Privata kontrollfördelar kan skada aktieägarna genom att de som innehar kontrollen kan avleda tillgångar vilket minskar det verkliga eller potentiella värdet av bolaget och därmed avkastningen på aktieägarnas investering. Att de som kontrollerar bolaget erhåller privata kontrollfördelar betyder dock inte nödvändigtvis att minoritetsägarna missgynnas eller att bolagets värde minskar. Ledningen eller den kontrollerande aktieägaren kan ha privata kontrollfördelar som inte finns tillgängliga för, eller påverkar, de icke-kontrollerande aktieägarna. Dessa kontrollfördelar har med andra ord inget alternativvärde för aktieägarna. Tillfredsställelsen av att driva bolag, skapa synergier, samt innovera är exempel som har tagits upp i litteraturen (se bl.a. Paccès 2009). Forskningen kring bolagsstyrning har emellertid behandlat privata kontrollfördelar nästan enbart som något som minskar värdet för icke-kontrollerande aktieägare (Paccès 2009; Becht m.fl. 2007).

Ledningens eller kontrollägarrens företagsspecifika kunskap samt investeringar i bolagets utveckling och styrning, som varken observeras av externa aktieägare eller kan verifieras på förhand av en tredje part, kan alltså jämföras med entreprenörskap.³⁷ Då ersättningen för dessa investeringar inte kan bestämmas i förväg genom kontrakt ges kontrollägare eller bolagsledningen kontrollrättigheter vilket möjliggör ersättning i efterhand i form av en kontrollpremie.

³⁵ För en fördjupad diskussion kring fördelningen av kontrollrättigheter och privatvärdet av kontroll se Paccès (2009).

³⁶ Grundläggande och fördjupande studier kring ägar- och kontrollincitament och privatvärdet av kontroll är bl.a. Williamsson (1963; 1964), Coates (2003), samt Paccès (2012).

³⁷ Vanligtvis definieras entreprenörer som osäkerhetsbärare. I detta avseende skiljer litteraturen osäkerhet från risk genom att osäkerhet inte kan tilldelas en sannolikhet. Inom entreprenörskapsforskningen har förutsättningarna för att belöna denna vilja att investera under osäkerhet, det vill säga vara entreprenör studerats av bl.a. Kirzner (1979). Inom bolagsstyrningsforskningen finns också en omfattande litteratur kring de incitament som omger risktagande, framförallt handlar denna litteratur om hur aktieägarnas och ledningens intressen kan förenas genom incitamentsprogram.

Paccès (2009) beskriver ett fåtal studier som analyserar privata kontrollfördelar utifrån perspektivet att de inte alltid utgör en kostnad för aktieägarna. Dessa studier visar att bolagskontrollen kan bevaras och försvaras oavsett ägarstrukturen (Hellwig 2000). De visar också att nationella skillnader i ägarkoncentration är ett resultat av huruvida bolagsrätten tillåter eller inte tillåter ledningsstyre (Cools 2005). Övertygande argument talar också för att företagsspecifika investeringar av ledning eller kontrollägare fordrar delvis begränsade rättigheter för externa aktieägare att påverka (Rock och Wachter 2001).

Ur ett bolagsstyrningsperspektiv kan det vara effektivt att den som kontrollerar bolaget också kan få ersättning för privata kontrollfördelar då kontrollen av bolaget ska överlåtas. Eftersom kontrollinnehavarens ersättning inte kan förutbestämmas för alla möjliga framtida tillstånd, ger möjligheten till ersättning i efterhand incitament att göra investeringar som ökar värdet av denna ersättning. Det är också den grundläggande anledningen till att aktieägarna, som residualägare, har erhållit rätten att styra och leda bolaget. Aktieägare kan dock acceptera att vissa privata kontrollfördelar och kontrollrättigheter tillfaller bolagens ledning därför att detta ger ledningen incitament att göra icke-kontraktsbara och bolagsspecifika investeringar (Paccès 2009). Alternativt kan man säga att aktieägarna i bolag med spritt ägande överlåter vissa kontrollrättigheter åt ledningen då kostnaden för aktivt ägarengagemang överstiger nyttan av de privata kontrollfördelarna för ägarna i dessa bolag.

Icke-kontrollerande aktieägare kan motsätta sig en kontrollpremie i den mån denna premie påverkar deras andel av bolagets värde i samband med att kontrollen överlåts. Utan bolagsledningens eller kontrollägarens investeringar i bolagets utveckling är det emellertid inte troligt att det blir något framgångsrikt företag och därmed ingen överlåtelse över huvud taget. För bolagsledningen eller kontrollägaren blir kontrollpremien en avkastning på de investeringar som företagsspecifika och icke-observerbara investeringar i styrning som gjorts. Den övergripande frågan är då som alltid vid företagsuppköp om övertagande part kan kompensera för de privata kontrollfördelarna och även öka bolagets totala värde.

4.3. Kontrollrättigheter till ledning eller ägare

Ramverket kring bolagsstyrning bör i första hand skydda minoritetsägare mot missbruk, men det bör inte vara regelverkets unika mål. Regelverket måste också värna avtalsfriheten när det gäller fördelningen av kontrollrättigheter. Detta innebär ett komplett utbud av kontrollrättigheter som på olika sätt kan kombineras med ägande, inklusive möjligheten att en bolagsledning kontrollerar bolaget utan något ägande alls (Paccès 2009).

Ett nödvändigt villkor för ledningskontroll är att ledningen ges legala rättigheter som gör det möjligt för ledningen att hävda sin position gentemot aktieägarna. Sådana rättigheter finns inte i Sverige. Däremot finns de, i länder där ledningsstyre är den förhärskande modellen. Detta beskrivs närmare i följande kapitel vilket behandlar angloamerikansk bolagsstyrning.

Att göra det möjligt för ledningen att i större utsträckning motsätta sig ett övertagande kan vara effektivt eftersom det ger dem incitament att göra icke-observerbara och företagsspecifika investeringar vilka kan realiseras i form av en kontrollpremie då de har blivit observerade som kontrollfördelar (Schnitzer 1995). På samma sätt kan ledningens möjligheter att förhandla om sin avsättning och eventuellt avgångsvederlag skapa incitament till betydande företagsspecifika investeringar, vilket ökar hela bolagets värde och därmed kommer samtliga aktieägare till del.

Ett tydligt bevis på den insiderkunskap som ledande befattningshavare i bolag kan ha är den påverkan som förändringar bland ledande befattningshavare har på bolagens aktiekurser och värdering. Oavsett riktning i enskilda fall är denna påverkan ofta betydande, vilket pekar på värdet av denna typ av kunskap.

På liknande sätt belönar aktieägare nyckelpersoner inom bolaget för företagsspecifika investeringar i bland annat kunskap och utbildning genom att ge dessa nyckelpersoner större ansvar och en högre plats i bolagets hierarki. Detta i sin tur skapar incitament åt de anställda att göra ytterligare företagsspecifika investeringar som tillsammans bidrar till bolagets utveckling och framgång.

För att få investerarnas förtroende, och därmed kunna finansiera bolaget med eget kapital genom en börsnotering, måste entreprenören eller kontrollägare, under stor osäkerhet, ofta själv ta på sig ett betydande ekonomiskt åtagande. Detta resulterar i att incitamenten för kontrollägare och övriga investerare blir mer likartade men det innebär också att en betydande del av avkastningen på entreprenörens eller kontrollägars investeringar i verksamheten måste erhållas som icke-ekonomiska värden till dess de kan lösas in som en kontrollpremie. En stor del av värdet relaterade till dessa investeringar är specifikt för bolaget och kontrollägaren och kan därför inte uppskattas och värderas på förhand av externa aktörer på marknaden. Även om dessa icke-ekonomiska värden relaterade till bolagskontrollen troligen är lägre i bolag med spritt ägande, är de inte obetydliga så länge företagsspecifika investeringar i kunskap, ledarskap, utveckling och entreprenörskap behövs för att utveckla bolaget.

I grunden härstammar detta kontraktsperspektiv från Coase (1960) som hävdar att en viss tilldelning av stödrättigheter till dem som kontrollerar bolag är nödvändiga för produktion av icke observerbara värden via företagsspecifika investeringar. Innebörden är att kontrollen av bolaget har ett värde oberoende av ägande (Pacces 2009). Det var med denna insikt som Manne (1965) visade att uppköp, det vill säga köp av undervärderat ägande, är den grundläggande mekanismen för en effektivt fungerande marknad för företagskontroll. Företagskontroll är det som handlas, därmed garanteras den ägarkontroll och bolagsledning som värdesätter bolagets utveckling och tillgångar högst, vilket förväntas leda till ökad lönsamhet. Denna mekanism kräver inte att uppköp ska vara fientliga. Det fungerar också genom att ökad lönsamhet gör det möjligt att kompensera för det privata värdet av kontroll. Den enda skillnaden är att företagets kontroll omfördelas till sin mest produktiva användning genom sidobetalningar/kontrollpremie. Övertagandet kommer att lyckas om den eller de som vill överta kontrollen av bolaget kan generera ett högre värde än summan av både aktieägarvärdet och det privata värdet av kontroll hos nuvarande kontrollägare och bolagsledning.

Uppköp behöver alltså inte vara fientliga eller ovälkomna för att fungera disciplinerande på kontrollägare och bolagsledningar. Anledningen kan vara att uppköparen fäster ett högre värde vid kontrollen av bolaget än vad nuvarande ledning eller kontrollägare gör. Med andra ord, marknaden för företagskontroll maximerar aktieägarvärdet och den eller de som kontrollerar bolaget belönas med en kontrollpremie. Välfärdsförlusten är således delvis en illusion, eftersom kontrollen och ledningen av bolaget utgör en kostsam resurs – ledarskap – vilket den finansiella marknaden inte kunnat prissätta korrekt i förväg (Pacces 2009).

Samma incitamentsstrukturer fungerar i situationer där bolagsledningen inte har någon äganderätt alls, men behåller intressegemenskapen med aktieägarna genom resultatbaserad ersättning. Samtidigt garanteras företagsspecifika investeringar

genom kontrollrättigheter som kan omsättas till ekonomiska värden i form av avgångsvederlag (Paccos 2007). Med dessa antaganden har bolagsledningen i ledningsstyrda företag samma incitament till kontrollrättigheter och företagspecifika investeringar som kontrollägare (Almazan och Suarez 2003).

Den avgörande poängen är att minoritetsägarna inte behöver kontrollrättigheter för att i förväg skydda sin del av bolagets värde från misslyckade investeringar och misskötsel, deras värde garanteras av det lagstiftade minoritetsskyddet och marknaden för företagskontroll. Den eller de som kontrollerar bolagets löpande verksamhet behöver däremot kontrollrättigheter för att i förväg säkra sin ersättning för företagspecifika investeringar i efterhand.

En möjlig kritik mot detta tankesätt gäller kontrollägarnas eller ledningens möjligheter att faktiskt förhindra värdeökande och disciplinerande uppköp. Kontrollägares eller ledningens hänvisning till icke-observerbara företagspecifika investeringar för att förhindra disciplinerande uppköp kan helt enkelt vara en undanflykt för misskötsel och inkompetens, i synnerhet i de situationer där ägandet är spritt (Becht m.fl. 2007). Frågan är då snarare hur länge denna misskötsel kan fortgå innan kontrollen skiftar eller bolaget upphör.

Kontrollrättigheter som skyddar kontrollägares eller ledningens företagspecifika investeringar kan också förklara ett antal verkliga sakförhållanden och nationella skillnader mellan bolagsstyrningssystemen. Till exempel förekomsten av skyddande rättigheter för de som kontrollerar bolagen oavsett ägarkoncentration. Även det faktum att en hög ägarkoncentration ofta kan observeras i länder med effektivt minoritetsskydd och utan tydliga bevis på missbruk gentemot minoritetsägarna, kan härledas till fördelningen av kontrollrättigheter. Även de sidobetalningar och kontrollpremier som observeras i samband uppköp kan förklaras av incitamentstrukturer och kontrollrättigheter i såväl bolag med spritt ägande som bolag med koncentrerat ägande (Paccos 2009).

De nationella skillnader som kan ses i separationen mellan ägande och kontroll måste därför delvis bero på bolagsstyrningssystemets möjligheter att stödja kontrollrättigheter till skydd för företagspecifika investeringar i vissa länder, men inte i andra. Bolagsstyrningssystemet och bolagsrätten måste se till att bolagen kan allokera kontrollrättigheter vilket möjliggör för dem som kontrollerar bolagen att erhålla privata kontrollfördelar i form av avkastningen på sina företagspecifika investeringar.

4.4. Rättssystemet och bolagsstyrningen

Sambandet mellan länders rättssystem, ägarstrukturer och bolagsstyrning har studerats i en rad inflytelserika studier. Black (1990) och Roe (1993) var föregångare i debatten med tanken att regleringar och det institutionella ramverket förklarar skillnaderna i ägarstrukturer mellan länder.³⁸

Roe (1993) visar att potentiellt viktiga kontrollägare i USA förhindras att äga kontrollblock genom regleringar. Även Storbritanniens bolagsstyrning kännetecknas av regler som inskränker större ägares kontrollmöjligheter i bolagen. Istället har bolagens styrelser och ledningar en framträdande roll.

³⁸ Sambanden förtydligades ytterligare i en rad artiklar och studier av bl.a. La Porta m.fl. (1997; 1998; 1999; 2000). Stort fokus lades i många av dessa studier på skillnaderna i det formella minoritetsskydd som olika länders rättssystem medförde.

Regleringar gör det alltså olika kostsamt att inneha kontrollposter vilket leder till passiva ägare, vilket är en av de vanligaste förklaringarna till den stora ägarspridningen i angloamerikanska börsbolag. Kostnader och ineffektiviteter som kan associeras till regleringar kommer sig av att regleringarna ofta utvecklats av politiska och populistiska skäl, snarare än marknadsmisslyckanden. Nationella regleringar fortsätter också att gälla främst på grund av historiska och politiska skäl.

Att importera regler utan att anpassa dem till nationella ägarförhållanden kan leda till problem. De angloamerikanska bolagsstyrningsreglerna är ett tydligt exempel på detta. De utgår som sagt från en ägarbild med spritt ägande i börsbolag och därmed en framträdande roll för bolagens ledning. I Kontinentaleuropa ser bilden annorlunda ut, ägarstrukturen är koncentrerad till en eller ett fåtal huvudägare och bolagsledningen roll är kraftigt underordnad ägarnas. Reglerna måste därför tolkas på ett sätt som värnar de nationella skillnader i bolagsstyrning som finns, samtidigt som aktiemarknadens internationalisering kan fortgå genom ökad transparens och öppenhet kring existerande bolagsstyrningsstrukturer.

En ytterligare skillnad mellan de angloamerikanska och de kontinentaleuropeiska bolagsstyrningssystemen är rättsystemets uppbyggnad. De angloamerikanska länderna, främst USA och Storbritannien, har rättsystem som bygger på så kallad *common law*. Rättsfall betraktas här som den viktigaste källan till lag, vilket ger domarna en aktiv roll i utvecklingen av regler. Andra länder, som Sverige, utgår istället från kodifierade regler där domstolarna i första hand ska utgå från och tolka lagtexten (så kallad *civil law*). I sådana rättsystem syftar den kodifierade, skrivna, lagtexten till att täcka alla eventualiteter, och domar i högre instanser, så kallade prejudikat, används som vägledning för hur lagtexten ska tolkas.³⁹

Många länder har långtgående skyddsregler för minoritetsägare, bland annat i form av budplikt, men även andra rättsliga möjligheter finns för minoritetsägare att påverka avgörande beslut rörande bolagets verksamhet. Detta gäller speciellt för ägarsystemen i USA och Storbritannien, vilket också delvis förklarar den framträdande roll som ledningen har i förhållande till aktieägarna i dessa bolagsstyrningssystem. För en fördjupad analys av ägarstyrningssystemen i USA och Storbritannien avseende minoritetsskydd och ägaraktivism, se Paces (2012).

Det finns även en rad skillnader i nationella rätts- och bolagsstyrningssystem vad gäller styrelsestrukturen i noterade bolag. En majoritet av OECD-länderna har så kallade *one-tier-boards*, i vilka den övervakande och styrande funktionen är kombinerad, ofta deltar vd och delar av ledningen i styrelsens arbete.⁴⁰ I så kallade *two-tier boards* är övervakningsfunktionen och bolagsstyrningen uppdelade i en övervakningsstyrelse och en styrelse med ansvar för bolagets löpande verksamhet. Det vanligaste och mest tydliga exemplet på detta system är Tyskland.⁴¹ Tre länder (Italien, Japan, och Portugal) har ytterligare en bolagsinstans kopplad till redovisningsfunktionen. Tabell 3 ger en översiktlig beskrivning av fördelningen av länder mellan de olika styrelsesystemen. Det kan noteras att Sverige placerar sig i samma grupp som de angloamerikanska länderna USA och Storbritannien.

³⁹ Beroende på i vilken grad rättsapparaten i ett land förlitar sig på prejudikat, kan även så kallade *civil law*-länder närma sig länder med rättsystem inom *common law*. De nordiska länderna klassificeras som *civil law*-länder men på grund av den relativa betydelsen av prejudikat anses de ligga närmare länder som USA och Storbritannien i sitt rättsutövande än till exempel Frankrike.

⁴⁰ I Sverige får högst en person ur bolagsledningen vara medlem i styrelsen. En styrelseledamot som arbetar i bolagets ledning finns i styrelsen i omkring hälften av alla svenska börsbolag. I stort sett i samtliga fall är denna ledningsrepresentant verkställande direktören (OECD 2014).

⁴¹ Det tyska bolagsstyrningssystemet är faktiskt något av en särart med en tydligt tvådelad styrelsestruktur, men också med omfattande kontrollrättigheter fördelade till den verkställande styrelsen – bolagsledningen, för fördjupad diskussion se Paces (2012) samt Nagemson-Ekwall (2014).

Tabell 3. Styrelsestrukturer i olika nationella bolagsstyrningssystem.

"One-tier"-styrelsestruktur		"Two-tier"-styrelsestruktur	Valfritt mellan "one-tier" och "two-tier"	Hybridsystem
Australien	Mexiko	Argentina	Danmark	Italien
Belgien	Saudiarabien	Estland	Finland	Japan
Brasilien	Schweiz	Indonesien	Frankrike	Portugal
Chile	Singapore	Polen	Luxemburg	
Grekland	Spanien	Tjeckien	Nederländerna	
Hong Kong	Storbritannien	Tyskland	Norge	
Irland	Sverige	Österrike	Slovakien	
Island	Sydkorea		Slovenien	
Israel	Turkiet		Ungern	
Kanada	USA			
Kina				

Källa: OECD (2014).

Brittisk bolagsstyrning

En utgångspunkt för de brittiska reglerna kring bolagsstyrning av börsbolag är att större aktieägare inte delar samma mål och intressen för bolagen som minoritetsägarna. Denna konflikt mellan kontrollägare och minoritetsägare motverkas därför med långtgående regler som begränsar större ägares inflytande i bolaget. Ett exempel är kravet på obereoende från större aktieägare för styrelsens ledamöter, vilket gör det omöjligt för en större aktieägare att kontrollera bolaget genom styrelsen.

Genom att bolagsstyrningsreglerna gjort det kostsamt och svårt att utöva ägarinflytande i börsbolagen har bolagsledningen och främst styrelsen, kommit att bli en mycket självständig och betydande aktör i bolagsstyrningen. Styrelsen har också betydande möjligheter att kontrollera bolaget genom ett system för röstning genom fullmakt (*proxy voting*). Då större aktieägare saknar incitament att engagera sig i bolagets styrning, bland annat till följd av regler som försvårar ägarinblandning, överlämnar de aktiernas rösträtt genom fullmakter till börsbolagens styrelser. Enskilda större aktieägare är relativt ovanligt i brittiska börsbolag. Institutionella ägare utgör därför den mest betydande ägarkategorin med en sammanlagd ägarandel på omkring 20 procent av rösterna i börsbolagen (Goergen och Renneboog 2001). De institutionella ägarnas inflytande utövas dock så gott som alltid bakom stängda dörrar.

Systemet med röstning genom fullmakt gör att styrelsen i de flesta bolag kontrollerar en klar majoritet av aktieägarnas röstandelar. Styrelserna blir därför mycket självständiga och väljer sina egna medlemmar genom fullmaktsröstningen. I de fall då en styrelse saknar aktieägarnas stöd måste ett tillräckligt stöd samlas för att utmana de av styrelsen kontrollerade röstandelarna. Alternativt kan ägarpåverkan ske internt i bolagen utan att aktieägarna behöver ikläda sig rollen som utmanare eller kontrollägare.

Major investors in the firm talk to its non-executive directors; executives that no longer enjoy institutional support are then induced to resign by the board; and finally, the board itself fills in the vacancies and has the replacements endorsed by the next annual meeting. This mechanism works entirely through 'moral suasion', but always 'in the shadow of the law.'

(Pacces 2012, sid 189)

En väsentlig skillnad mellan de brittiska och svenska bolagsstyrningssystemen är den grad av transparens och öppenhet som finns kring börsbolagens ägarstruktur och styrning.

Bland OECD:s medlemsländer är det endast sex länder som genom lag eller bolagsstyrningskod fordrar eller rekommenderar årligt om- eller återval av samtliga styrelseledamöter. Dessa länder är Danmark, Finland, Japan, Sverige, Schweiz, samt Storbritannien.⁴² I Sverige rekommenderar Svensk kod för bolagsstyrning omval av hela styrelsen årligen. I de fall ett bolag väljer att inte följa koden förväntas bolaget att offentligt förklara anledningen till detta. Hela styrelsen kan också avsättas genom beslut på bolagsstämman och en extra bolagsstämman kan sammankallas av ägare som kontrollerar mer än 10 procent av röstandelarna. En svensk bolagsstyrelse kan därmed mycket lätt avsättas av aktieägarna. Utan att i detalj gå in på skillnaderna kan det vara värt att notera att det i Storbritannien är styrelsen som nominerar och till stor del kontrollerar valet av styrelse, bland annat genom att kontrollera minoritetsägarnas och de institutionella ägarnas röstfullmakter (Pacces 2012). Brittiska styrelser kan också ha överlappande mandatperioder för styrelseledamöterna, hela styrelsen byts mycket sällan ut samtidigt. Det är därför en markant skillnad mellan de formella rättsreglerna och tillämpningen av dessa mellan länderna.

Det amerikanska bolagsstyrningssystemet (*Delaware*) har en högre grad av valfrihet när det gäller styrelsestruktur då det till exempel tillåter så kallade *classified boards* vilka vanligtvis har tre grupper av styrelsemedlemmar, med överlappande treåriga mandatperioder. Många bolag har dock själva valt bolagsordningar med årliga omval, vilket gjort det överlappande och fleråriga mandatsystemet mindre framträdande i USAs bolagsstyrningssystem. Även i USA kontrollerar bolagsledningen en stor del av rösterna på bolagsstämman genom fullmakter. Reglerna för val av styrelse utgör därför inte ett hinder för ledningsstyre.

Oavsett skillnader i styrelsestruktur fordrar i stort sett alla OECD-länder att styrelsen till vissa delar är oberoende i förhållande till bolaget och dess större aktieägare.⁴³ Oberoende styrelseledamöter kan genom sitt namn och rykte bidra till att skydda minoritetsägarna från ledningsmissbruk.⁴⁴ Genom att styrelseledamöterna värnar om sitt goda rykte försäkras de mindre aktieägarna mot att ledningen eller kontrollägare missbrukar sitt förtroende. För att lyckas i denna roll måste de oberoende styrelseledamöterna engagera sig i bolagets skötsel och på så sätt försäkra sig om att bolagets verksamhet sköts på ett effektivt och ansvarsfullt sätt.

Oberoende för styrelseledamöter innebär vanligtvis att ett antal av styrelsens ledamöter är oberoende i förhållande till bolagsledningen och större aktieägare. Endast fyra länder baserar kravet på oberoende på ägarstrukturen i bolagen (Chile, Frankrike, Israel och USA). Det innebär att bolag som har kontrollägare med en viss röstandel har färre krav på oberoende än bolag som har mer spridd ägarstruktur. Detta möjliggör ägarkontroll i de bolag där huvudägaren har valt att behålla kontrollen, samtidigt som samtliga aktieägares intressen värnas gentemot större aktieägare i bolag med spridd ägande. En viktig skillnad mellan länder är alltså att definitionen av oberoende varierar stort. Sverige utgör här ett extremfall på så sätt att oberoendet endast till en mindre del avser oberoende i förhållande till större aktieägare.⁴⁵ Det är en markant skillnad mot de angloamerikanska ländernas definition av oberoende, där betonas oberoendet i förhållande till större aktieägare. Detta gäller för både USA och Storbritannien, även om USA som sagt tillåter undantag från oberoendekravet i de fall där bolagen har en kontrollägare med 50 procent av rösterna eller mer.

⁴² OECD (2014).

⁴³ I Sverige regleras styrelseledamöternas oberoende genom Svensk kod för bolagsstyrning, § 4.3–4.5.

⁴⁴ Detta har visats i en rad studier, se bl.a. Bhagat och Black (1999; 2002), Hermalin och Weisbach (2003).

⁴⁵ Enligt Svensk kod för bolagsstyrning (§ 4.5) ska minst två av de styrelseledamöter som är oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen även vara oberoende i förhållande till bolagets större ägare (ägare som direkt eller indirekt kontrollerar tio procent eller mer av aktierna eller rösterna i bolaget). Detta innebär att det är möjligt för kontrollerande ägare i svenska börsbolag att tillsätta en majoritet av styrelsen med personer nära knutna till dessa ägare.

Även övriga nordiska länder, med undantag för Island, erbjuder bolagen större möjlighet att välja styrelsestruktur.

I angloamerikansk bolagsstyrning betonas alltså styrelsens oberoende i förhållande till större aktieägare. Speciellt i Storbritannien är detta uttryckt i de regler som omger styrningen av börsbolag. Styrelsens ledamöter ska vara oberoende i förhållande till enskilda aktieägare, i synnerhet majoritetsägare (Pacces 2007). Dessa regler minskar de större aktieägarnas möjligheter att via styrelsen påverka bolagets ledning. De regler som skyddar minoritetsägare mot missbruk från majoritetsägare blir härigenom även kraftfulla instrument för att skydda bolagsledningen mot ägarinflytande.

I Kontinentaleuropa är denna typ av begränsningar av de större aktieägarnas inflytande mindre betydande i sin omfattning. Större aktieägare har ofta en klart mer framträdande roll. Många rättigheter, till exempel att tillkalla en extra bolagsstämma, tillkommer aktieägare vars ägande överstiger vissa andelar (t.ex. 3, 5 eller 10 procent). Det ger dessa kontrollägare större inflytande över bolaget i vissa avgörande frågor. Aktieägare som kontrollerar 50 till 75 procent av rösterna kan i de flesta fall totalt dominera bolagets verksamhet och bolagsordning.

I en studie av svenska och norska börsbolag visar Oxelheim och Randøy (2003) att bolag som har styrelseledamöter med angloamerikansk bakgrund värderas högre (*Tobin's Q*). En förklaring till detta samband är enligt författarna att angloamerikansk representation i styrelsen fungerar som en signal till marknaden om god bolagsstyrning. Framför allt är det den angloamerikanska styrelserepresentationens roll som motvikt till kontrollägare som lyfts fram i litteraturen.⁴⁶

4.5. Skattesystemet och bolagsstyrningen

Relativt lite uppmärksamhet har ägnats åt relationen mellan bolagsstyrning och skatteregler. En förklaring är att skattesystemet och de regler som styr ägar- och bolagsstyrningen ibland kan verka osammanhängande eller till och med motverkande. Relationen mellan skattesystemet och bolagsstyrning har dock aktualiserats genom en rad företagsskandaler i USA och Europa, samt den aggressiva skatteplanering som associeras med så kallade skatteparadis.

Ägar- och bolagsstyrningen samverkar med skattesystemet i flera olika sammanhang. En uppsättning frågor handlar om hur skattesystemet kan utformas för att inte uppmuntra till ett beteende som strider mot bolagens och/eller dess aktieägares intresse. En annan uppsättning frågor handlar om transparens och kvalitet i skattesystemet och därmed bolagens skatteplanering. Eftersom skatter är avgörande för bolagens investeringsbeteende är det viktigt att styrelsen, aktieägarna och andra intressenter är medvetna om bolagens hantering av skatter och hur skattesystemets utformning påverkar detta beteende.

I allmänhet kan effekten av skatteregler bidra till att antingen öka eller minska nettokostnaden för vissa typer av beteenden. I Sverige är kapitalförluster till skillnad från utdelningar avdragsgilla. Med den typen av skatteregler har aktieägarna mindre incitament att utöva ett aktivt ägande och övervakning av företagsledningen.

⁴⁶ Oxelheim och Randøy (2013) undersöker hur amerikansk bolagsstyrning påverkar uppsägningsrisken för de 250 största europeiska börsbolagens vd:ar. Genom europeiska börsbolags notering på börser i USA samt amerikansk representation i börsbolagens styrelser påverkas det europeiska bolagsstyrningssystemet och förväntas leda till ökad risk för uppsägning av vd:ar. Resultaten visar en betydande ökning av vd:s risk för uppsägning i bolag med amerikanska styrelseledamöter.

Kapitalvinstbeskattningen gör det helt enkelt mer fördelaktigt, enklare och billigare att sälja aktierna snarare än att försöka förbättra företagets styrning. Högre utdelning till följd av aktivt ägande belönas med en högre beskattning. Indirekt uppmuntrar skattereglerna därför ett *exit*-beteende på bekostnad av aktivt engagemang i företagsstyrning genom att förändra incitamenten hos olika typer av aktieägare.

Skattesystemets utformning kan också leda till incitament för ledningen att ta beslut som inte är i linje med aktieägarnas långsiktiga intressen i bolaget. I skattesystem där inkomsten dubbelbeskattas på företags- och aktieägarnivå finns incitament att behålla inkomster på koncernnivå snarare än att dela ut dem som utdelning och därmed medföra ytterligare skattekostnader. I samband med utköp kan som nämnts beskattningen av kapitalvinster uppmuntra vissa typer av aktieägarna att sälja aktierna, oberoende av företagets långsiktiga utveckling. En högre beskattning av utdelningar skapar sålunda incitament att dela ut en mindre del av företagets vinster och istället återinvestera mer av resultatet i den egna verksamheten. På lång sikt kan det bidra till att göra bolagen mindre ansvariga gentemot sina aktieägare.

För att förstå det svenska skattesystemets inverkan på ägarstruktur och företagsfinansiering är det viktigt att notera fyra aspekter av det svenska skattesystemet under efterkrigstiden fram till och med 1980-talet. För det första var, och är fortfarande, lånefinansiering genomgående en skattegynnad finansieringsform medan nyemission och finansiering med aktiekapital har missgynnats. För det andra beskattades återinvesterade vinster genomgående lägre än avkastning på kapital erhållet genom nyemission, vilket gynnade etablerade företag i förhållande till nyetableringar. För det tredje beskattades aktieäggande hushåll hårdare än andra ägarkategorier.⁴⁷ Hushållens skattesatser ökade dessutom under 1960- och 1970-talen, medan det motsatta blev fallet för institutionella investerare som fond- och försäkringsbolag samt investeringsfonder⁴⁸. För det fjärde hade institutionella investerare flera skattefördelar i förhållande till övriga ägarkategorier och dessa skattemässiga fördelar ökade kraftigt under 1960- och 1970-talen.

Det obligatoriska statliga pensionssystemet (ATP) infördes 1960 vilket medförde att den offentliga sektorn blev den viktigaste kreditgivaren på den svenska kapitalmarknaden. Stora överskott ackumulerades i de statliga pensionsfonderna, AP-fonderna. Beslutet att ackumulera sparandet i så hög grad i AP-fonderna medförde en ytterligare massiv institutionalisering av sparandet, något som sannolikt har främjat stora, väl-etablerade företag med god kreditvärdighet och hög soliditet.

De inhemska kapitalmarknaderna var helt avreglerade 1986 och avregleringen av valuta- och kapitalmarknaderna, inklusive borttagandet av begränsningarna av utländskt ägande avslutades 1993. I och med reformerna av skattesystemet mellan 1985 och 1994 utjämnades i hög grad de snedvridande skattekillarna mellan olika ägare och finansieringskällor.⁴⁹ Sedan dess har skillnaderna emellertid återigen ökat, i stort sett enligt tidigare mönster.

⁴⁷ Fram till slutet av 1970-talet uppgick den beskattningsbara förmögenheten till 100 procent av marknadsvärdet för börsnoterade företag. Utdelningar beskattades både på företagsnivå och på individuell nivå, vilket vanligtvis resulterade i en total skattesats på omkring 90 procent. Höga arvs- och gåvoskatter gjorde det också mycket dyrt att överföra ägande från en generation till nästa. Därför blev försäljning ofta det enda möjliga alternativet. Det svenska skatte- och pensionsystemet minskade incitamenten till förmögenhetsbildning för enskilda i allmänhet och inte bara i form av företagsbyggande (Henrekson och Jakobsson 2005).

⁴⁸ Kategorin omfattar välgörenhetsorganisationer, vetenskapliga och kulturella stiftelser, företagets stiftelser för fritidsverksamhet för anställda, pensionsfonder för kompletterande system för yrkespension och de statliga pensionsfonderna (AP-fonderna). Per definition betalar dessa institutioner ingen skatt på ränteintäkter, utdelningar eller realisationsvinster.

⁴⁹ Se Agell, Englund och Södersten (1996) för en detaljerad genomgång och utvärdering av skattereformen.

Direktägande av aktier har fortsatt att vara en skattemässigt missgynnad sparandeform fram till år 2012 då investerarsparkontot infördes, vilket kraftigt minskar skatteuttaget för privat sparande i aktier. I förhållande till institutionella investerare är dock privat sparande genom investerarkontot fortfarande delvis missgynnad eftersom det inte tillåter avdrag för förluster eller kostnader.⁵⁰ Växande företag som vill finansiera sig med eget kapital missgynnas av att räntekostnader är avdragsgilla medan eget kapital dubbelbeskattas. Därför bör skatteneutralitet mellan eget och lånat kapital eftersträvas. För bland annat detta ändamål har regeringen tillsatt Företagsskattekommittén (Fi 2011:01).

Att aktivt finansiellt engagemang delvis beskattas enligt en progressiv skatteskala till skillnad från passivt sparande, är givetvis ett problem även fortsättningsvis. En fördjupad analys av dessa frågor ligger dock utanför ramen för denna rapport.

⁵⁰ Reglerna om investeringssparkonto är ett parallellt system till dagens regler om kapitalbeskattning av värdepapper. Tillgångar som förvaras på ett investeringssparkonto schablonbeskattas. Det innebär att värdet på tillgångarna årligen beskattas, oavsett om individen gör vinst eller förlust på tillgångarna på kontot. Individen behöver inte redovisa kapitalvinst eller kapitalförlust i deklarationen. Inte heller beskattas ränta, utdelning eller annan avkastning som lämnas på de tillgångar som förvaras på kontot. Även uttag från kontot är fria från beskattning. Utgifter som avser tillgångar på ett investeringssparkonto är inte avdragsgilla.

5. Bolagsstyrningens aktörer

Teorin bakom ägandets inverkan på bolagens lönsamhet och utveckling är omfattande och grundas på en rad inflytelserika arbeten av bland andra Shleifer och Vishny (1986), Grossman och Hart (1988), Harris och Raviv (1988), samt Burkart, Gromb och Panunzi (1997). Två variabler har ett tydligt negativt samband med ägarkoncentration i det enskilda företaget; bolagets ålder och storlek (omsättning). Både teori och empiri styrker detta påstående. Den negativa relationen mellan bolags storlek och ägarkoncentration är främst ett resultat av att individuella aktieägares ekonomiska tillgångar är begränsade. Att ägarkoncentrationen minskar i takt med bolagens livscykel har visats av exempelvis Franks, Mayer och Rossi (2005).

Aktieägarna i bolag med spritt ägande kan delas in i två grupper – minoritetsägare och kontrollägare. Med minoritetsägare avses investerare som innehar ägarandelar vilka inte på egen hand är tillräckliga för att påverka verksamheten i ett visst bolag. Detta kan bero på det antal aktier som ägs av investeraren, eller vara ett resultat av den typ av aktier som innehas. I båda fallen saknar minoritetsägarna tillräckligt inflytande för att påverka verksamheten i bolaget utan stöd av andra aktieägare. En kontrollägare å andra sidan innehar en kapitalandel eller röstandel som är tillräckligt stor för att ägaren på egen hand kan påverka bolagets verksamhet i väsentliga avseenden.

Även bolagsledningen i noterade bolag har ofta betydande möjligheter att påverka bolagets verksamhet. Detta beror främst på att ledningen besitter mer information om bolagets verksamhet än de ägare som inte är aktivt engagerade i bolagets löpande verksamhet. Bolagsledningens inflytande är sålunda till viss del oberoende av ledningens eventuella aktieäggande i bolaget.

Genom att utgå från individuella aktieägares behov av att minimera sin risk i sina respektive tillgångsportföljer visar Himmelberg, Hubbard och Palia (1999) att en annan faktor som kan påverka ägarkoncentrationen är volatiliteten i bolagets aktievärde. Eftersom kontrollerande aktieägare ofta har mindre diversifierade tillgångar som en följd av kontrolläggandet minskar dessa ägares optimala ägarnivå, allt annat lika, eftersom volatiliteten i aktien ökar.

Att ägarkoncentrationen för ett urval av amerikanska börsbolag är större än vad som ofta framkommer i jämförande internationella studier visas av Holderness (2009).⁵¹ En förklaring till detta är de ägarandelar som kontrolleras av större externa aktieägare, så kallade blockägare, vilka tillsammans kan utgöra en betydande majoritet av även de amerikanska börsbolagens aktiekapital och röstvärde. Slutsatsen blir därför att skillnaderna i ägarstruktur i börsbolag mellan USA och andra länder ofta inte är så stora. Speciellt inte när det handlar om mindre och medelstora börsbolag. Analysen visar också att ledningen och de större externa aktieägarna tillsammans i genomsnitt kontrollerar omkring 40 procent av rösterna i de studerade bolagen. Med antagandet att börsbolagen i USA kontrolleras av de större aktieägarna samt ledningen blir storleken på detta kontrollblock anmärkningsvärt likt enskilda

⁵¹ Det kan vara värt att notera att Holderness (2009) ägarkoncentrationsmått bygger på aggregerade röstandelar av samtliga aktieägare med mer än fem procent av börsbolagens röstvärde. Studiens dataset utgörs av ett slumpmässigt urval av amerikanska börsbolag.

kontrollägares ägarandelar i övriga delar av världen, vilket tenderar att vara omkring 30–50 procent av röstvärdet.

Det är dock värt att notera att skillnaden mellan den röstmässigt största och näst största ägaren är betydande i många delar av världen. I USA och i Storbritannien är skillnaden betydligt mindre vilket innebär att kontrollägarmakten kan utmanas. Detta är grunden för marknaden för företagskontroll (*market for corporate control*) som Manne (1965) beskrev som disciplinerande för företagsledare och kontrollägare i förhållande till minoritetsägare.

Det angloamerikanska systemets dominans och den akademiska forskningen som i stora delar baserats på amerikanska data har bidragit till att politiken, regleringarna och den allmänna diskussionen fokuserat på konflikten mellan spritt minoritetsäggande och bolagsledning (Maury 2004). Givet ägarkoncentration i de flesta börsnoterade företag är en mer relevant konflikt den mellan kontrollägare och minoritetsägare.

Marknaden för företagskontroll

I en fungerande marknad disciplineras producenter genom vinst när de skapar värde för konsumenterna och förlust när de misslyckas med att skapa tillräckligt värde för konsumenterna. Marknaden för företagskontroll är i princip inte annorlunda. Bolag vars aktiekurser är lägre än vad de skulle kunna vara om de styrdes av mer skickliga eller motiverade chefer riskerar att bli uppköpta. Genom att köpa upp tillräckligt med aktier, kan en budgivare ersätta en ineffektiv chef eller ledningsgrupp. Budgivarens vinst kommer i form av förbättrat resultat, högre vinster och i slutändan högre aktiekurs (därmed gynnas även bolagets övriga aktieägare av värdeökningen). Även konkurrens på produktmarknaderna, arbetsmarknaden och kapitalmarknaderna för både skulder och eget kapital fungerar på detta sätt disciplinerande på bolagsledningen. H.G. Manne (1965) formulerade tesen på följande sätt:

“The lower the stock price, relative to what it could be with more efficient management, the more attractive the take-over becomes to those who believe that they can manage the company more efficiently. And the potential return from the successful takeover and revitalization of a poorly run company can be enormous.”

En fungerande marknad för företagskontroll anses därmed utgöra ett effektivt medel för att säkra aktieägarnas intressen. Om bolagsledningen försummar aktieägarna ökar risken att ledningen blir utbytt i samband med ett förvärv av bolaget. Tesen är att en effektiv marknad för företagskontroll bidrar till att sammanjämka aktieägarnas och ledningens intressen. Dessa kan, som bekant, vara olika. Medan aktieägarna önskar maximera sin avkastning till exempel i form av utdelning, är det möjligt att bolagsledningen, om den inte samtidigt äger aktier, arbetar för att maximera sin kompensation i form av lön, bonus och olika slag av naturaförmåner. Dessutom kan det finnas ett intresse för ledningen att prioritera tillväxt framför lönsamhet. Det ger ofta mer status att leda ett större än ett mindre bolag. Ledningens målsättning kan alltså medföra kostnader som minskar avkastningen och sänker bolagets värde.

Den grundläggande konflikten som uppstår i och med en separation av ägande och kontroll i företag med spritt ägande beskrivs av Jensen och Meckling (1976).⁵² En vanlig utgångspunkt i många studier är att det främsta målet för bolagsstyrningen är att maximera aktieägarvärdet (Short 1994). Aktieägare som kontrollerar en stor andel av bolagets röster och kapital har ofta både incitament och möjlighet att

⁵² Redan Adam Smith (1776) noterade de problem som kan uppstå då kontrollen av företag skiljs från ägandet, något som han formulerade i den välkända liknelsen ”like stewards of rich men”. Berle och Means (1932) klassiska bok *The Modern Corporation and Private Property* har därefter kommit att utgöra den grundläggande analysen över ägarspridningens effekter på kontrollen av bolag.

kontrollera och styra bolagsledningen. Om detta stämmer förväntas mer koncentrerat ägande leda till bättre resultat eftersom chefer är mindre fria att investera bolagets resurser i mindre lönsamma projekt (Shleifer och Vishny 1986).⁵³

På detta sätt kan kontrollägare fungera som substitut till svaga rättssystem och lågt minoritetsskydd (Khanna och Yafeh 2006). Tydliga kontrollstrukturer och mer koncentrerat ägande kan också vara motiverande för den innovativa och entreprenöriella utvecklingen av bolaget (Allaire 2006). Men ägarkontroll kan också leda till expropriering av minoritetsägare. Kontrollägande leder därför inte nödvändigtvis till värdemässiga förbättringar för alla bolagets aktieägare. Stora aktieinnehav som kontrolleras av *insiders* (kontrollägare eller ledning) kan i vissa fall försämra bolagets samlade börsvärde. En rad empiriska studier har bekräftat detta förhållande mellan kontroll och bolagsvärde (t.ex. Morck m.fl. 1988; Gugler 2001).

Kontrollinstrument som röstdifferentierade aktier och ask-i-ask-ägande gör det möjligt för kontrollägare att utöva kontroll med en disproportionell andel röster i förhållande till kapitalandel, vilket gör att ägarkontrollen kan bibehållas även då ägandet blir mer spritt. Goergen och Renneboog (2003) visar att ägarkontrollen normalt bibehålls vid börsintroduktioner i Tyskland och Storbritannien. Data för 55 jämförbara bolag från Tyskland och Storbritannien visar att aktieägarna i genomsnitt behöll 76,4 procent av röstandelarna i bolagen i Tyskland och 62,8 procent i Storbritannien, direkt efter börsintroduktionerna. Ägarandelen faller dock efter en tid och efter sex år behöll de ursprungliga aktieägarna 45 procent av rösterna i Tyskland. Motsvarande andel i Storbritannien var bara 30 procent. I vissa fall säljs inga kontrollrättigheter över huvud taget i samband med börsintroduktionen.

Regler som fordrar att kontrollägare på olika sätt ska vara oberoende i förhållande till bolagets verksamhet, eller som på andra sätt förhindrar eller försvagar ägarnas incitament att aktivt engagera sig i bolagets verksamhet leder till minskat ägarinflytande och i förlängningen mer spritt ägande. Regleringar som skyddar minoritetsägare mot missbruk från kontrollägare kan därmed skapa mer utrymme för bolagsledningen att själva kontrollera bolaget. I många länder, främst de anglo-amerikanska, finns också en rad formella eller informella institutioner som på olika sätt skyddar bolagsledningen från extern kontroll och externt inflytande.

Enligt den så kallade agent-teorin drivs ledningen i bolag med spritt ägande till stor del av personliga mål och intressen. I möjligaste mån förenas ledningens mål och intresse med aktieägarnas genom incitamentsprogram och andra avtal, men aktiv kontroll av ledningens verksamhet behövs (Söderström 2003). Problemet är att individuella aktieägare saknar incitament att engagera sig i kontroll av ledningen i bolag med spritt ägande. Varje enskild ägare har snarare incitament att göra så lite som möjligt och på så sätt ”friåka” på andra aktieägares kontroll. Ett visst kontrollägande kan därför fordras för att disciplinera bolagsledningen och minska så kallade agentkostnader. För en ingående diskussion om hur agentproblematiken skiljer sig mellan aktieägare och ledning och mellan kontrollägare och minoritetsägare i bolag med spritt eller koncentrerat ägande, se Vermeulen (2013).

⁵³ Produktmarknader och arbetsmarknaden (för ledning) kan också fungera disciplinerande på företagsledare genom att konkurrensen på dessa marknader inte möjliggör avsättning av resurser till mindre produktiva ändamål (Burkart och Panunzi 2008). Om bolaget är utsatt för hård produktmarknadskonkurrens finns helt enkelt för lite tillgångar frigjorda inom bolaget för att tillåta ledningen att satsa på sådant som inte direkt bidrar till att stärka bolagets konkurrenskraft. På samma sätt kan ledningen själv måna om sin anställningsbarhet och sitt rykte och därför avstå från att avleda investeringar till mindre produktiva ändamål, då detta skulle försämra ledningens anställningsbarhet och rykte.

Även kontrollägare kan emellertid styras av andra mål än att maximera aktieägarvärdet. Det är inte ovanligt att kontrollägaren är den person som grundade företaget, eller har en familjerelation till grundaren, och kan identifiera sig starkt personligt med företaget. Alternativa mål för kontrollägaren kan vara att säkerställa inflytande och prestige genom företaget, eller att skydda familjens namn och rykte (Mueller 2003).⁵⁴ Kontrollerande aktieägare har också många gånger möjlighet att erhålla andra förmåner, förmåner som inte delas av andra aktieägare (Williamson 1963; 1964, samt Jensen 1986). Dessa förmåner utgör därmed en del av det privata kontrollvärde som kontrollägarna innehar. Empiriska bevis stöder hypotesen att betydande privata förmåner existerar (Nenova 2003; Dyck och Zingales 2004). Möjligheten att konsumera med bolagets tillgångar, så kallad *consumption-on-the-jobb*, kan också få till följd att återinvesterade vinstmedel föredras framför utdelningar. Effekten kan förstärkas av skattesystemets utformning, vilket i förlängningen kan leda till att bolagen överinvesterar i sin egen verksamhet snarare än att dela ut vinsterna till investerarna för att själva placera i andra lönsammare verksamheter.⁵⁵

Agentkostnader

Med agentkostnader avses de kostnader som uppstår eller ska betalas till ett ombud (en agent) som agerar på uppdrag av en huvudman (principal-ägare). Agentkostnader uppstår på grund av problem såsom intressekonflikter mellan aktieägare och ledning.

Agentkostnader är oundvikliga i organisationer och situationer där huvudmännen (ägarna) inte fullt ut kan kontrollera eller påverka agenternas beteende. Kostnaderna kan ibland mätas som utgifter i syfte att skapa ekonomiska incitament (t.ex. löner och bonus) och moraliska incitament för att agenterna ska utföra sina uppgifter korrekt. Därmed tillgodoses huvudmännens (ägarnas) och agenternas intressen. Några vanliga exempel på relationen huvudman-agent omfattar företagsledning (agent) och aktieägare (ägare) eller förmögenhetsförvaltare (agent) och småsparare (ägare).

Regleringar finns i många länder för att förhindra att minoritetsägarna missgynnas. I Sverige finns till exempel regler kring budpremie och budplikt som kräver att aktieägare behandlas lika och att majoritetsägare över ett visst röstantal ska lägga ett bud på samtliga utestående aktier i bolaget. Agnblad m.fl. (2001) noterar att även om kontrollägare i det svenska ägarstyrningssystemet har en mycket stark ställning så saknas empiriska bevis på att minoritetsägare i Sverige har missgynnats. Avsaknaden av formellt minoritetsskydd kan delvis vara substituerat av andra faktorer som avhåller kontrollägare från denna typ av missbruk, så som socialt anseende, rykte och informationstransparens. Minoritetsskyddet har också stor betydelse för allmänhetens förtroende för den svenska ägarmodellen. Flera studier av det svenska ägarstyrningssystemet har kommit till slutsatsen att det inte förekommer något signifikant utnyttjande av minoritetsägarna i Sverige (se Rydqvist 1992, samt Holmén och Knopf 2004). Utvecklingen på börsen under senare år, samt en rad uppmärksammade företagshändelser, leder emellertid till att denna slutsats kan ifrågasättas.⁵⁶

⁵⁴ Företag som kontrolleras av en familj kännetecknas av delvis andra agent-problem än de som kännetecknar bolag med spritt ägande (Villalonga och Amit 2006). Principal-agentkonflikten i dessa familjeföretag är inte nödvändigtvis mellan ägare och ledning utan snarare mellan andra ägare och ägarfamiljen, dvs. mellan majoritets- och minoritetsägare.

⁵⁵ I Sverige har som nämnts återinvesteringar skattesubventionerats medan utdelningar beskattats hårt, något som kan ha bidragit till ett lägre omvandlingstryck i ekonomin (Högfeldt 2005; Henrekson och Jakobsson 2001; 2005).

⁵⁶ Nachemson-Ekwall (2014) menar det svenska minoritetsskyddet urholkats och att antalet finetliga bud på stockholmsbörsen ökat under de senaste decennierna, bl.a. till följd av internationellt influerad reglering.

5.1. Bolagsstyrning internationellt

De skandinaviska länderna är tämligen homogena avseende de rättsliga traditionernas påverkan på bolagsstyrning och effektiviteten i de finansiella systemen (La Porta m.fl. 1997). De skandinaviska länderna har till exempel en lång tradition av samarbete mellan länderna när ny lagstiftning bearbetas. Specifikt för bolagsstyrning finns ett välutvecklat samarbete kring ländernas koder för bolagsstyrning. På ett tidigare stadium fanns även tankar på en gemensam nordisk kod.

I en empirisk studie av hur formella institutioner och informella nätverk påverkar bolagsstyrningen i Danmark, Norge och Sverige visar Sinani m.fl. (2008) betydande skillnader i formell styrelse- och ägarstruktur mellan de skandinaviska länderna. Men det finns även stora likheter när det gäller brottsbekämpning, politisk stabilitet, rättssäkerhet, kontroll av korrupktion samt ansvarsutkrävande. Författarnas slutsats är att de tre ländernas bolagsstyrning karaktäriseras av ägar- och ledningsnätverk där förtroende, informations-spridning och ryktesmekanismer är aktiva, men informella, styrningsmekanismer.

Liksom de flesta företag i Kontinentaleuropa har skandinaviska bolag ofta kontrollerande ägare vilka har behållit sin kontroll även när deras kapitalandel har minskat. De flesta europeiska länder tillåter åtminstone ett av de tre viktigaste instrumenten för kontroll-ägande: korsvist ägande, ägandepyramid och röstdifferentiering (Söderström 2003).

Den förmodade betydelsen av starka och stabila kontrollägare ligger till grund för den skandinaviska lagstiftning som möjliggör röstdifferentiering av aktier och pyramidägande. I synnerhet den omfattande användningen av röstdifferentierade aktier har haft en betydande inverkan på hur ägarstrukturen har utvecklats i Skandinavien. Flertalet företag i Skandinavien har följaktligen en kontrollerande ägare med röstmajoritet och få börsbolag kännetecknas av spritt ägande, även om detta antal ökar (Bohren och Ødegaard 2003; Söderström 2003). För ett urval av 4 096 europeiska företag rapporterar Bennedsen och Nielsen (2005) betydande skillnader mellan länder i användningen av kontrollinstrument, se tabell 4.

Tabell 4. Användandet av kontrollinstrument i europeiska länder, som andel av antalet börsnoterade företag år 1998.

Land	Antal bolag	Två aktieslag	Pyramidstruktur	Korsvist ägande	Övriga instrument	Alla instrument
		Andel	Andel	Andel	Andel	Andel
Belgien	85	0,00	0,27	0,00	0,06	0,33
Danmark	164	0,29	0,17	0,00	0,05	0,46
Finland	105	0,44	0,07	0,00	0,07	0,56
Frankrike	495	0,03	0,15	0,00	0,00	0,17
Irland	60	0,25	0,18	0,00	0,03	0,42
Italien	169	0,43	0,25	0,01	0,01	0,55
Norge	138	0,11	0,33	0,02	0,01	0,41
Portugal	70	0,00	0,13	0,00	0,00	0,13
Schweiz	161	0,52	0,06	0,00	0,00	0,58
Spanien	146	0,00	0,16	0,00	0,02	0,18
Storbrit.	1 632	0,25	0,22	0,00	0,01	0,42
Sverige	200	0,62	0,27	0,00	0,00	0,74
Tyskland	582	0,19	0,24	0,03	0,01	0,40
Österrike	90	0,23	0,26	0,01	0,00	0,43
Alla	4 096	0,24	0,21	0,01	0,01	0,40

Källa: Bennedsen och Nielsen (2005).

År 1998 hade cirka 15 procent av de norska börsbolagen rösträttsdifferentierade aktier. I Danmark och Finland var andelen omkring 30–40 procent och i Sverige hade så många som 62 procent av börsbolagen röstdifferentierade aktier år 1998 (Bennedsen och Nielsen 2005). I Sverige har antalet bolag med röstdifferentierade aktier fallit under det senaste decenniet. I dag har 119 av börsens 253 bolag röstdifferentierade aktier, vilket motsvarar 47,2 procent av bolagen.

Den frekventa användningen av röstdifferentierade aktier är därmed ett särskiljande drag i de skandinaviska bolagsstyrningssystemen och i synnerhet för Sverige. Användningen av röstdifferentierade aktier har också skapat, över tid, mycket stabila ägarstrukturer. Genom röstdifferentiering har grundarfamiljerna kunnat behålla kontrollen över börsbolagen, även med en mycket liten andel eget kapital (Agnblad m.fl. 2001).

En ytterligare konsekvens av separationen av kapitalandelar och rösträtt är att den så kallade marknaden för företagskontroll varit tämligen obetydlig för bolagsstyrningen i Skandinavien. Framgångsrika fientliga bud är sällsynta, även om marknaden för mer vänligt sinnade sammanslagningar och övertaganden bitvis är aktiv.

5.2. Svensk bolagsstyrning – kontrolläggande

Den svenska aktiemarknaden kännetecknas av en mycket hög ägarkoncentration vad gäller rösträtter och ägarkontroll (La Porta, Lopez-De-Silanes och Shleifer 1999). Den svenska aktiebolagslagen och Svensk kod för bolagsstyrning är också uttalat till fördel för majoritets/kontrollägare och möjliggör för ägare att behålla kontrollen i börsnoterade bolag både genom användandet av röstdifferentierade aktier och aski-ask-ägande. Detta är tillåtet i de flesta europeiska länder, dock har användandet av denna typ av kontrollinstrument varit jämförelsevis hög i Sverige historiskt sett. Andelen bolag med röstdifferentierade aktier har också förblivit hög i Sverige jämfört med andra europeiska länder (Bennedsen och Nielsen 2005; Faccio och Lang 2002).

Kontrolläggande genom röstdifferentierade aktier har inte ansetts som ett betydande problem för den svenska bolagsstyrningsmodellen, denna typ av kontrollinstrument har snarare uppmuntrats (Holmén och Högfeldt 2004). Studier har visat att röstpremier på A-aktier varit internationellt sett låg, vilket tyder på att kontrolläggandet inte medför omfattande ekonomiska fördelar för kontrollägare i det svenska systemet (Nenova 2003; Dyck och Zingales 2004; Maury och Pajuste 2010). Ett annat sätt att säga det är att de privata fördelarna av att inneha kontrollen inte uppkommer på bekostnad av minoritetsägarna. Betydande privata fördelar förknippade med kontrollen i börsbolag kan ändå finnas och mätningar som endast uppskattar direkta ekonomiska kontrollfördelar underskattar troligen dessa fördelar (Holmén och Knopf 2004; Adams och Ferreira 2007).⁵⁷

Aktiebolagslagen (ABL 2005:551) ger omfattande möjligheter till större aktieägare att påverka bolagets verksamhet. Till exempel ska styrelsen kalla till extra bolagsstämma om en aktieägarminoritet med sammanlagt minst en tiondel av samtliga röstandelar i bolaget begär det. Detsamma gäller om bolagets revisor begär att extra stämma ska hållas. Bolagsstämman kan då med enkel majoritet avsätta och ersätta samtliga medlemmar i styrelsen.⁵⁸ Styrelsen kan också på eget initiativ kalla till extra

⁵⁷ Cronqvist och Nilsson (2003) visar att svenska företag där kontrolläggandet upprätthålls med röstdifferentierade aktier kännetecknas av ett lägre totalt aktievärde. Liknande resultat i Wiberg (2008), samt Bjuggren och Palmberg (2010) stöder detta samband.

⁵⁸ I en studie av 226 svenska börsföretag visar Berglund m.fl. (2013) hur arbetstagarrepresentation i styrelsen påverkar bolagets verksamhet. Bland annat så minskar arbetstagarrepresentation sannolikheten för att verkställande direktören byts ut. Även fluktuationen i antal anställda minskar. Resultaten kan bero på att arbetstagarrepresentanter i högre grad stödjer sittande ledning eller på att arbetstagare i högre grad representeras i en viss typ av bolag.

bolagsstämma. Enligt Svensk kod för bolagsstyrning får högst en av styrelsens ledamöter arbeta i bolagets ledning eller i ledningen för något av dess dotterbolag (SKB 4.3). Om så är fallet upptas denna plats oftast av den verkställande direktören.

Den verkställande direktören får inte heller vara styrelsens ordförande, något som ytterligare särskiljer den svenska bolagsstyrningsmodellen från den angloamerikanska.⁵⁹ I USA utgör styrelse och ledning tillsammans *management* då vd:n ofta är styrelsens ordförande. I Storbritannien har vd:n en mindre framträdande roll, istället är styrelsens ordförande mycket engagerad i bolagets löpande verksamhet. Kravet på oberoende från större ägare gör att styrelsen och dess ordförande snarare rekryteras ur bolagsledningen i det brittiska systemet. Det är värt att notera denna skillnad. Att ledningsstyret i USA utövas av en kombinerad styrelse och ledning, *management*, medan det i Storbritannien utövas av styrelsen som i hög grad tillsätter sig själva. De brittiska och amerikanska ledningar använder sig sålunda av de legala rättigheter som respektive lands regelverk ger dem. Motsvarande rättigheter finns inte för ledningen (styrelse eller management) i Sverige.

För att ledningen ska kunna utöva kontroll över bolaget och fungera som en utmanare till kontrollägare eller mer passiva ägare måste ledningen kunna föreslå egna representanter till styrelsen. Detta är grundläggande för bolagsledning i USA och Storbritannien vilket alltså möjliggör ledningsstyre. Ledningens representanter till styrelsen nomineras och väljs på bolagsstämman, i många fall genom röstning med fullmakt, *proxy voting*.⁶⁰ Röstfullmakter kan samlas av ledningen och användas för att bilda röstblock som därmed kan utöva ett större inflytande. Röstning med fullmakt är en särskilt viktig praxis i amerikanska börsbolag. I samband med att ledningen nominerar och samlar stöd till sin kandidatur uppstår kostnader och om ledningen ska ha en rimlig chans att samla tillräckligt stöd för sin kandidatur kan dessa kostnader vara ganska omfattande. I USA och Storbritannien täcks dessa kostnader av bolaget. Utomstående aktieägare som önskar samla stöd för att utmana ledningens kandidater måste själva bära dessa kostnader. En eller flera aktieägare som tillsammans kontrollerar en mindre andel av bolagets röster kan därför vara ovilliga att bära kostnaderna, även om valet av deras kandidat troligen skulle öka bolagets värde. En eventuell värdeökning kommer samtliga aktieägare tillgodo och inte enbart den eller de aktieägare som burit kostnaderna.

Tabell 5 visar den genomsnittliga röstandelen för den största aktieägaren i de svenska börsbolagen, samt det sammanlagda ägandet av svenska finansiella institutioner och utländska ägare. Tabellen visar även andre till femte största ägarnas andelar. Tabellen baseras på ägardata från SiS Ägarservice⁶¹ och innehåller data för 252 noterade bolag vid utgången av 2013. Storleken på huvudägarnas innehav faller kraftigt efter den andelsmässigt största ägaren. Ägandet är på så sätt koncentrerat inte enbart på grund av den störste aktieägarens röst- och kapitalandelar, utan även på grund av avsaknaden av andra jämbördiga ägare i bolagens ägarstruktur. Det är en markant skillnad mot angloamerikanska länder som till exempel Storbritannien, där bolagens huvudägare storleksmässigt har betydligt mer jämbördiga aktieinnehav (Barca och Becht 2001).

Att bolagets störste ägare i de flesta fall kan kontrollera bolaget syns tydligt i figur 6. I regel behövs endast stöd från ytterligare en eller två huvudägare för att uppnå en röstandel på omkring 50 procent.

⁵⁹ För en mer detaljerad diskussion kring skillnaderna mellan den svenska och de angloamerikanska bolagsstyrningsmodellerna se exempelvis Paccès (2012) eller Nachemson-Ekwall (2014).

⁶⁰ Röstning med fullmakt är en form av röstning varigenom vissa medlemmar av ett beslutande organ får delegera sin rösträtt till andra medlemmar i samma organisation att rösta i sin frånvaro, och/eller för att välja ytterligare representanter.

⁶¹ <http://nordic.aktieservice.se/>

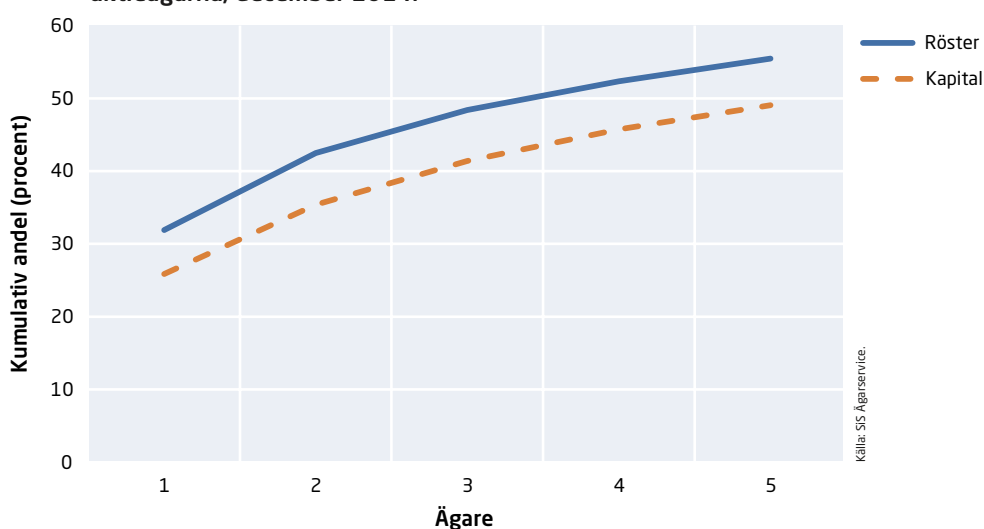
Tabell 5. Deskriptiv statistik för de fem största aktieägarna i 252 noterade bolag på Stockholmsbörsen, samt sammanlagt innehav för utländska och institutionella ägare (ägarandel i procent), december 2013.

	Genomsnitt	Median	Std. avvikelse	Min	Max
Första ägare _{kap}	25,9	22,2	16,3	5,0	84,6
Första ägare _{röst}	31,9	26,4	21,2	3,5	94,7
Andra ägare _{kap}	9,5	8,5	5,6	0,6	38,7
Andra ägare _{röst}	10,6	8,3	9,1	0,3	64,1
Tredje ägare _{kap}	6,0	5,4	2,8	0,5	14,8
Tredje ägare _{röst}	5,9	5,1	4,2	0,3	38,6
Fjärde ägare _{kap}	4,4	4,0	2,1	0,2	27,6
Fjärde ägare _{röst}	4,0	3,3	2,8	0,2	27,6
Femte ägare _{kap}	3,3	3,1	1,5	0,2	8,4
Femte ägare _{röst}	3,1	2,7	2,3	0,2	19,7
Institutionella ägare _{kap}	22,4	20,9	12,8	0,5	60,3
Institutionella ägare _{röst}	19,2	16,6	12,9	0,5	55,6
Utländska ägare _{kap}	24,5	18,9	19,5	0,6	80,3
Utländska ägare _{röst}	22,2	17,0	19,4	0,2	92,0

Källa: SIS Ägarservice.

Innehav motsvarande 50 procent eller mer av röstvärdet innebär i regel total kontroll av bolaget. Ofta räcker det med mindre än så för att kontrollera ett börsbolag. För svenska börsbolag pekar en rimlig bedömning på att ett innehav i storleksordningen 20–30 procent av det sammanlagda röstvärdet är tillräckligt för att kontrollera bolaget.⁶² Ett vanligt antagande som används inom forskningss litteraturen är att ett ägande som motsvarar cirka 20 procent av rösterna är mer än tillräckligt för att kontrollera ett bolag (Morck m.fl. 2005).

Figur 6. Kumulativa kapital- och röstandelar för de fem största aktieägarna, december 2014.



⁶² SOU 1988:38, *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv, huvudbetänkande från ägarutredningen.*

I slutet av 2013 hade nästan två tredjedelar av Stockholmsbörsens bolag (167 bolag) en största ägare som kontrollerade 20 procent eller mer av rösterna. Med större aktieägare avses annars vanligen ägare som direkt eller indirekt kontrollerar tio procent eller mer av aktierna eller rösterna i bolaget.⁶³

Tabell 6 visar antalet bolag med röstdifferentierade aktier samt antal bolag som tillhör en ägarsfär⁶⁴ vid utgången av 2013. Av de 252 börsbolag som studeras hade 119 stycken röstdifferentierade aktier, vilket motsvarar 47,2 procent av bolagen. I genomsnitt har den största ägaren i bolagen en kapitalandel på 25,9 procent och en röstandel motsvarande 31,9 procent av rösterna. En svensk ägarsfär var största ägare i 43,7 procent av börsbolagen. Av dessa sfärkontrollerade bolag har så mycket som 60 procent röstdifferentierade aktier, vilket återigen visar hur den svenska kontrollägarmodellen till stor del baseras på detta kontrollinstrument. Både kapitalandel och röstandel för den största ägaren är större i de sfärkontrollerade bolagen. Den svenska ägarstrukturen är därför fortfarande mycket koncentrerad även om ägarstrukturen tycks ha minskat (jämför med tabell 4, ägardata från 1998).

Tabell 6. Deskriptiv statistik för största ägarens kapital- och röstandel uppdelat på huruvida bolaget tillämpar röstdifferentiering eller tillhör en sfär, december 2013.

Bolag	Medelvärde (%)	Min. (%)	Max. (%)	Antal (st)	Andel (%)
Alla bolag				252	100 %
Kapitalandel	25,9	5,0	84,6		
Röstandel	31,9	3,5	94,7		
Antal bolag med röstdifferentiering				119	47,2 %
Kapitalandel	27,4	5,3	81,0		
Röstandel	39,9	3,5	94,7		
Antal bolag där största ägaren tillhör en sfär				110	43,7 %
Kapitalandel	29,4	5,3	81,0		
Röstandel	39,3	6,1	94,7		
Antal sfärbolag med röstdifferentiering				66	60,0 %
Kapitalandel	31,3	5,3	81,0		
Röstandel	47,3	9,0	94,7		

Notera: Röstdifferentiering definieras som skillnad i kapital- och röstandel för åtminstone en av de fem största ägarna eller ägarsfärerna. Antal bolag med röstdifferentiering ökar från 119 st (47,2 %) till 156 st (61,9 %) om återköp inkluderas. Antal bolag med röstdifferentiering vars största ägare tillhör en sfär ökar från 66 st (60,0 %) till 79 st (71,8 %) om återköp inkluderas.

Källa: SiS Ägarservice.

Betydande ägarandelar och kontroll i händerna på en eller några få ägare är ofta avgörande för att skapa rätt incitamentsstrukturer för entreprenörer och bolagsledning. Om huvudägaren inte kan behålla kontrollen av bolaget i samband med börsnotering kommer färre bolag att börsnoteras, vilket i förlängningen leder till lägre tillväxt.

Den tydliga preferensen för bevarad kontroll kan också ha gjort att extern finansiering genom börsen har setts som en relativt sett kostsam finansieringskälla vilket kan ha begränsat tillväxtpotentialer för svenska företag.

⁶³ Om ett företag äger mer än 50 procent av aktierna eller andelarna eller rösterna i ett annat företag anses det förstnämnda företaget indirekt kontrollera det senare företagets ägande i andra företag (Svensk kod för bolagsstyrning, § 4.5).

⁶⁴ Enligt SiS Ägarservice definition av svenska ägarsfärer.

Även om litteraturen är relativt samstämmig om att inget ägarsystem är direkt överlägset, argumenterar Carlin och Mayer (2000) att olika ägar- och kontrollsystem fungerar mer eller mindre bra för olika verksamheter. Koncentrerat ägande och tydlig ägarkontroll tycks å ena sidan vara fördelaktigt för verksamheter som fordrar långsiktigt engagerade och dedikerade investerare. Spritt ägande tycks å andra sidan främja verksamheter som har en kortare investeringshorisont och som fordrar mer flexibilitet. I synnerhet finns ett behov av att ”matcha” perioder då ägarkontrollen förväntas behållas; kallat påverkandeperiod (*influence period*), med den tid det tar för projekt att realiseras i ekonomiska termer och bli lönsamma; realiseringsperiod (*realization period*). En kort påverkandeperiod, eller avsaknad av konsekvent kontroll under densamma, i relation till realiseringsperioden för projekt leder till färre långsiktiga investeringar. En alltför lång påverkandeperiod och avsaknad av kontroldynamik kan på motsvarande sätt leda till minskat omvandlingstryck. Kontrollägare och ledning i bolag med koncentrerat ägande kan behålla kontrollen i bolaget över lång tid och över konjunkturcykler. För bolag med spritt ägande är bolagsledningen utsatt för betydligt mer fluktuerande influenser. Ledningsstyre kan därför vara fördelaktigt för bolag med kortare investeringshorisont medan kontrollägarstyrning kan var mer fördelaktigt för verksamheter som fordrar långsiktigt engagemang med en mer avlägsen realiseringsperiod (Haldane 2011).

Som redan har konstaterats är ledningsstyre i praktiken inte möjligt i Sverige. Detta beror på att de svenska regelsystemen inte ger ledningen några legala rättigheter att hävda sig gentemot aktieägarna på en bolagsstämma. Eftersom en bolagsstämma kan kallas in när som helst betyder det en ledning utan stöd av kontrollägare kan bli avsatt så snart någon större gruppering av ägare så önskar. För en ledning utan stöd av kontrollägare finns sålunda ingen möjlighet att på ett stabilt och långsiktigt sätt leda företaget. Konsekvensen blir att de företag på börsen som saknar kontrollägare närmast kan därför betraktas som ”herrelösa”.

5.3. Angloamerikansk bolagsstyrning – ledningskontroll

För företag med spritt ägande ligger det i ledningens intresse att begränsa aktieägarnas inflytande. Även om ledningens medlemmar inte nödvändigtvis själva är ägare i bolaget kontrollerar de i praktiken tillgångarna i bolaget och det ligger i ledningens intresse att behålla denna kontroll. I många länders regelverk kring bolagsstyrning finns en rad instrument och metoder som ledningen för bolag med spritt ägande kan använda sig av för att begränsa ägarinflytandet och förhindra utomståendes inblandning i styrningen. Regler som förhindrar eller försvårar fientliga bud och övertagande är kanske de mest uppenbara metoderna, men även regleringar och avtal som förhindrar aktieägare från att bilda kontrollblock och på andra sätt påverka ledningen (t.ex. rösttak) är möjliga alternativ.

I de angloamerikanska länderna där ledningsstyre är utbrett och där styrelse och ledning ofta i praktiken är samma sak finns en rad ytterligare metoder. Till exempel så kallade *staggered boards*-regler, vilket innebär att styrelsen bara kan avskedas och ersättas stegvis. Styrelseledamöterna nomineras av sittande styrelse eller av aktieägare på bolagsstämman och består av både interna ledamöter (ledningen) och externa (oberoende) ledamöter. Bolagsledningen har också rätt att samla röster via fullmakt vilket ger dem möjlighet att påverka val av styrelseledamöter och andra bolagsfrågor. Det som kännetecknar både den brittiska och amerikanska modellen är därmed den roll som bolagets ledning spelar i förhållande till aktieägarna.⁶⁵ Medan styrelsen i de

⁶⁵ Shleifer och Vishny (1997) visar att ägarandelen i många mindre amerikanska börsbolag är förvånansvärt hög, dock lägre än i icke-angloamerikanska länder. För icke-publika bolag är ägarkoncentrationen givetvis betydligt högre.

flesta europeiska länder är aktieägarnas organ för att kontrollera ledningen, är den i USA och Storbritannien ett mer verkställande organ.

Ledningsstyret kan antingen ligga i händerna hos en från ägarna relativt oberoende styrelse, som i Storbritannien, eller hos företagets styrelseordförande, vd och ledningsgrupp. Den senare modellen är den mest förekommande i USA, där det också är mycket vanligt att vd:n är styrelsens ordförande.

Båda länderna uppfattas ha stark och ändamålsenlig bolagsrätt med avseende på minoritetsskydd (Djankov m.fl. 2008). I praktiken åstadkommes detta skydd genom väsentligt olika och ibland oförenliga rättsliga strukturer. Inställningen till bolagsstyrning och styrelseledamöternas oberoende i förhållande till bolaget skiljer sig i vissa avseenden väsentligt mellan bolagsstyrningssystemen i Storbritannien och USA (Kraakman m.fl. 2009).

Ett starkt minoritetsskydd kan sålunda åstadkommas med hjälp av olika rättsliga eller självreglerande metoder i förhållandet mellan bolagets ägare, styrelse och ledning. I USA stärks investerarskyddet och intressekonflikter begränsas genom långtgående möjligheter för investerare att rättsligt väcka talan mot bolagets företrädare (Pacces 2012). Detta kan kallas för ett "transaktionsbaserat sanktionssystem", det vill säga att i slutändan förlita sig på domstolsprövning av de mest kontroversiella transaktionerna. Bolagsstyrningsmodellen i Storbritannien är i detta avseende mer "styrningsbaserad", det vill säga beroende av ökad delaktighet för minoritetsägare men med begränsat inflytande för kontrollägare (Kraakman m.fl. 2009).

Det rättsliga regelverket kring bolagsstyrningen är mycket fördelaktigt för ledningsstyret i USA. I Storbritannien är det rättsliga regelverket kring bolagsstyrningen ofördelaktigt för kontrollerande aktieägare till förmån för icke-kontrollerande aktieägare, vilket i praktiken får en likartad effekt med ledningsstyret (Armour och Skeel 2007).

De oberoende ledamöternas roll som granskare av styrelse och ledning betonas i Storbritannien till skillnad mot i USA där de oberoende ledamöterna snarare kan fungera som passiva stödpersoner för bolagets kontrollerande ägare eller ledning.⁶⁶

Riktlinjer kring styrelseledamöters oberoende baseras bland annat på antagandet att ledamöter som representerar bolagsledning eller större aktieägare förväntas tillföra bolagsspecifik kunskap. Oberoende ledamöter förväntas istället bidra genom objektivitet och kontroll av bolagsledningen. För bolag med koncentrerat ägande och en hög grad av beroende i förhållande till kontrollägare kan dessa oberoende ledamöter minska konflikterna mellan kontrollägare och minoritetsägare. Styrelseledamöter som är oberoende i förhållande till större aktieägare ses därför som en mekanism för att värna samtliga aktieägares intresse och minska risken för minoritetsmissbruk.⁶⁷

Exempelvis föreskriver den brittiska bolagsstyrningskoden att minst hälften av styrelsens ledamöter, samt ordföranden ska vara oberoende. Kriterierna för oberoende innefattar relationer till röstmässigt signifikanta aktieägare eller aktieägargrupper. Kontrollerande aktieägare är därmed i stort sett förhindrade att utse majoriteten av styrelsens ledamöter (undantag är dock möjligt i mindre bolag, se Storbritanniens *Corporate Governance Code* § B1.1 samt B.1.2). Bolagsstyrningsmodellen i Storbritannien är i detta avseende direkt motverkande mot kontrolläggande i noterade bolag.

⁶⁶ Betoningen på styrelsens oberoende från större aktieägare baseras på den brittiska så kallade Cadbury-rapporten (Cadbury 1992). En översikt av Cadbury-rapportens implementering samt bolagskoder i Europa ges i Bartram och Zakaria (2008).

⁶⁷ Se Aguilera (2005) för en fördjupad diskussion kring styrelsens roll i olika bolagsstyrningssystem.

Oberoendet avser dock inte styrelseledamöter som nomineras av ledningen och som väljs av bolagsstämman genom röstning med fullmakt.

Sammantaget visar forskningen kring bolagsstyrning att ägarkoncentrationen världen över är anmärkningsvärt mycket högre än vad som vanligen antas. Detta förhållande är synnerligen tydligt för Sverige som har en lång tradition av tydligt kontrolläggande, delvis bibehållet genom en långtgående användning av kontrollinstrument som röst-differentierade aktier. Att ägar- och kontrollstrukturen är koncentrerad beror inte enbart på de dominerande majoritetsägarna, utan även på avsaknaden av andra storleksmässigt betydande aktieägare i bolagens ägarstrukturer. Dessa förhållanden står i skarp kontrast till USA och Storbritannien, där ägarspridningen är betydligt större. Frånvaron av dominerande ägargrupper gör att ägarkontrollen utsätts för konkurrens i dessa system, genom den så kallade marknaden för kontroll.

Internationella jämförelser visar också att ägarandelen hos dominerande ägare tycks stabiliseras på vissa nivåer beroende på nationella bolagsstyrningsregler som reglerar ägarinflytandet vid avgörande bolagshändelser, som till exempel uppköp. Nationella regleringar har på så sätt en stor påverkan på ägarstruktur och ägarspridning. Det är därför troligt att ägandet koncentreras på nivåer som medför tydliga fördelar för de kontrollerande ägarna. System som minskar dessa kontrollfördelar kännetecknas av ledningsstyre och mer spridd ägarstruktur snarare än ägarstyrning. Det finns ingen forskning som entydigt förespråkar en viss bolagsstyrningsmodell. Nationella jämförelser kan dock bidra till att förtydliga de för- och nackdelar som finns med olika bolagsstyrningsmodeller.

6. Institutionella investerare och bolagsstyrning

Under de senaste decennierna har de institutionella och utländska investerarnas ägarandel i de svenska börsbolagen ökat dramatiskt. Med det tilltagande inflytandet av denna typ av investerare har intresset ökat för den ägarroll detta ”anonyma kapital” spelar för börsbolagens verksamhet. Eftersom institutionella investerare, både utländska och inhemska, anses vara finansiellt kunniga och inflytelserika förväntas de minska konflikterna som finns i bolag mellan kontrollägare och minoritetsägare, eller mellan ägare och ledning (Demsetz 1983; Shleifer och Vishny 1986). Ett problem med institutionella investerare som ägare är emellertid att de ofta har relativt små ägarposter i de enskilda portföljbolagen. Enskilda institutionella investerare har därför svaga incitament att aktivt utöva någon mer omfattande ägarkontroll.⁶⁸ Det kan också vara så att även om de institutionella ägarna potentiellt kan utöva betydande ägarkontroll över ledningen så överstiger kostnaderna för denna övervakning fördelarna.

Samlingstermen institutionella investerare ger mycket lite information om kvaliteten och graden av ägarengagemang som dessa ägare utövar. Olika typer av institutionella investerare är verksamma på olika marknader och riktar sig mot kunder av olika slag. För en fördjupande studie av institutionella investerare som ägare se Celik och Isaksson (2013). Många verkar på flera marknader samtidigt och konkurrensen är hård om marknadsandelar och kunder. Institutionella investerare är därför en långt ifrån homogen grupp. De tre vanligaste huvudkategorierna av institutionella investerare kan dock sammanfattas som pensionsfonder, livförsäkringsbolag och investeringsfonder.

Även om institutionella investerare delar en rad karaktäristika styrs de ofta av sinsemellan olika affärsmodeller, vilket är avgörande för deras engagemang som ägare (Celik och Isaksson 2013). På samma sätt varierar organisationsformen betydligt mellan olika institutionella investerare. De består av allt från vinstmaximerande aktiebolag, kommanditbolag och ekonomiska föreningar till stiftelser. De institutionella investerarna kan också samarbeta inom egna organisationer (t.ex. fondbolag tillhörande banker) eller med andra (t.ex. investerare i investeringsfonder formade som kommanditbolag), eller agera helt på egen hand. Det som är viktigt utifrån ett samhällsekonomiskt perspektiv är främst hur de institutionella investerarnas ägande påverkar allokeringen av kapital och de börsnoterade bolagens utveckling och lönsamhet. Det faktum att institutionella investerare är juridiska personer snarare än fysiska personer är dock en viktig observation vilket givetvis har en direkt inverkan på ägar- och bolagsstyrningen (Celik och Isaksson 2013).

Vanligtvis är de institutionella investerarna intermediärer på så sätt att de investerar och förvaltar andras medel. Men även här finns undantag och många institutionella investerare är själva slutliga ägare av de tillgångar de förvaltar (t.ex. *Sovereign Wealth Funds*, SWF eller stiftelser). I detta avseende utgör investeringsfonder något av ett mellanting då de utöver egna investeringar förvaltar de övriga delägarnas investeringar. PE-bolag som till stor del ägnar sig åt uppköp (*buyout*), kan också delvis räknas till denna kategori.

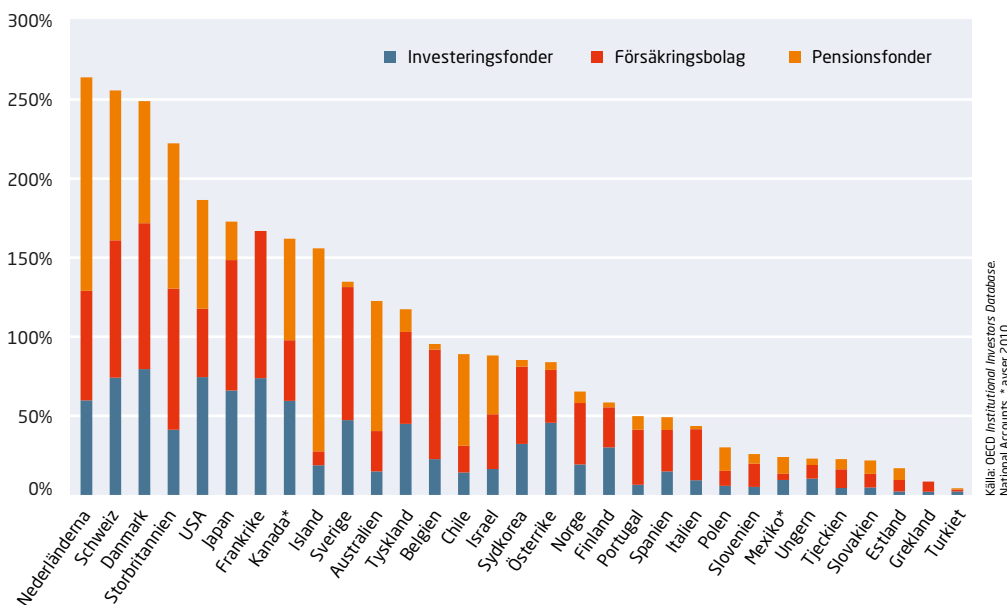
⁶⁸ För en omfattande översikt av studier rörande aktieägaraktivism, se Gillian och Starks (2003).

Bland de institutionella investerarna har det alltså tillkommit en rad nya aktörer vilka vanligtvis grupperas samman med traditionella institutionella investerare som pensionsfonder och investmentbolag.⁶⁹ Dessa nya aktörer har snabbt blivit betydande ägare på världens aktiemarknader. Utvecklingen har gett ny fart till diskussionen kring de institutionella investerarnas roll som ägare i börsbolag. Ökningen av de institutionella investerarnas ägande har också föranlett både reglering och egen-initiativ i syfte att öka dessa investerares ägarengagemang.⁷⁰

Initiativen har syftat till att öka röstdeltagandet bland institutionella investerare, vilket också i viss grad tycks ha lyckats (Celik och Isaksson 2013). Frågan är dock om de har bidragit till att öka kvaliteten på det ägarengagemang som de institutionella investerarna utövar. För att minimera kostnaderna relaterade till röstning på bolagsstämmor och deltagande i andra ägargemensamma aktiviteter (som de svenska valberedningarna) förlitar sig många institutionella investerare på rådgivningskonsulter. Dessa konsulter hjälper mot en avgift till med (ofta standardiserade) råd gällande bolagsaffärer, samt bistår i att handlägga och administrera det faktiska röstandet vid bolagsstämmor.

I Sverige utgörs en stor del av de institutionella investerarna av försäkringsbolag och investeringsfonder, se Figur 7.

Figur 7. Tillgångar förvaldade av traditionella institutionella investerare i OECD-länderna (% av BNP, 2011).



Notera: Eftersom försäkringsbolag och pensionsfonder investerar i fonder inkluderar investeringsfonder även en del tillgångar från försäkringsbolag och pensionsfonder. Det finns därmed en viss risk för dubbelräkning.

⁶⁹ Celik och Isaksson (2013) skiljer på ”alternativa” institutionella investerare som hedge-fonder, *private equity*-bolag, ETF och SWF i förhållande till ”traditionella” institutionella investerare som pensionsfonder, investmentbolag och försäkringsbolag. Ett ytterligare tillskott i listan på alternativa institutionella investerare utgörs av så kallade Exchange Traded Funds, ETF:er. Dessa handlas och används av andra institutionella investerare, både passiva och aktiva, för att uppnå önskade allokeringsmål för portföljnehav. Det är därför inte självklart om dessa är finansiella instrument eller självständiga institutionella investerare, de påverkar dock ägarbilden på de börser där de är verksamma.

⁷⁰ Två viktiga initiativ i denna riktning är 1994 års Employee Retirement Income Security Act i USA, samt mer nyligen den brittiska UK Stewardship Code (Celik och Isaksson 2013).

En typ av institutionell investerare som i huvudsak verkar utanför börsen och därmed utgör en alternativ ägarform är PE-bolagen. Vanligtvis förvaltar PE-bolag en belånad kapitalbas genom ett aktivt ägarengagemang i portföljbolagen. PE-bolagens affärsmodell går i stora drag ut på att de erhåller löfte om investeringskapital från sina kommanditdelägare/investerare. Dessa medel står sedan till PE-bolagets förfogande när investeringsmöjligheter uppkommer. Vanligtvis erhåller PE-bolaget inte finansiering innan investeringsobjekt har aktualiserats. Trots detta tar de betalt genom en fast förvaltningsavgift, samt en resultatbaserad avgift som relaterar till avkastningen på det investerade kapitalet. Kostnaderna för att investera i PE-bolag är ofta betydande, vilket återigen ger en fingervisning om storleken på de kostnader som en aktiv förvaltning och ägarstrategi kan medföra. De som investerar i PE-bolaget har vanligtvis inget att säga till om vad gäller styrningen av portföljbolagen, och på så sätt kan PE-bolagens affärsmodell också liknas vid angloamerikanskt ledningsstyre.

I Sverige har PE-bolagens verksamhet kommit att domineras av *buyouts*, vilket innebär uppköp och avlistning av börsnoterade bolag. Genom att effektivisera bolagens verksamhet samt se över kapitalstruktur och finansiering, försöker PE-bolagen skapa värden i de underliggande bolagen för att sedan sälja bolaget vidare, antingen tillbaka till börsen eller till annan köpare. PE-bolagen kan på detta sätt, genom sin verksamhet, bidra till att skydda minoritetsägare mot misskötsel och ineffektiv bolagsstyrning. Om kontrollägare eller ledning inte använder bolagens resurser så effektivt som möjligt finns utrymme för aktörer som PE-bolagen att gå in i bolagen, köpa ut dem från börsen och effektivisera verksamheten. Affärsmodellen skiljer sig från exempelvis hedgefonder som vanligtvis använder sig av aktiva portföljstrategier, derivathandel och andra finansiella instrument för att ta tillvara på arbitragemöjligheter (Blundell-Wignall 2007). Trots detta investerar hedgefonder vanligtvis i större börsbolag och i aktieposter som inte innebär något aktivt ägande. I det fall hedgefonder vill påverka ägare eller ledning i bolag kan de använda derivat för att öka sin röstandel och påverka bolaget. Hedgefondernas inflytande som marknadsaktör kan därmed innebära ett betydligt större inflytande än vad som ges vid handen av de relativt små ägarandelar som ägs nominellt (Gilson och Gordon 2013).

Ovanstående kan tala för att skilja mellan institutionella investerare som vill och har incitament att utöva en aktiv ägarroll, och de som har incitament och en önskan om att avstå. De som ska utöva ägarengagemang bör inte omgärdas av kvantitativa eller kvalitativa regler som begränsar deras inflytande, snarare bör kontrollen utsättas för konkurrens i form av andra ägare som konkurrerar om inflytande i börsbolagen. Celik och Isaksson (2013) noterar att de mest aktiva och engagerade ägarna i regel är de som inte omfattas av några regleringar eller krav på att rösta eller att på annat sätt utöva ägandet. Det mest uppenbara exemplet är en enskild individ.

De regleringar som styr institutionella investerares placeringar leder också till ett fokus på kostnader. Anledningen är att aktiv förvaltning kräver betydande resurser medan en passiv investeringsstrategi, indexering, är betydligt billigare. Eftersom institutionerna själva konkurrerar sinsemellan om andelsägarnas sparande har de incitament att hålla nere kostnaden, vilket alltså minskar incitamenten till aktivt ägande. Framför allt kan de institutionella investerarnas interna krav på lönsamhet leda till att aktiv förvaltning får stå tillbaka till förmån för passiva investeringsstrategier.

De flesta institutionella investerare är vinstmaximerande bolag eller har ägare som är vinstmaximerande bolag, ofta själva börsnoterade (Celik och Isaksson 2013). Intäkterna kommer i huvudsak från andelsägarnas avgifter eftersom avkastningen på andelsägarnas portfölj, med undantag för eventuella resultatbaserade avgifter, tillfaller andelsägarna. Kostnaderna däremot bärs inte av andelsägarna utöver vad som

reglerats genom avgifter, utan av institutionen själv. Hur den bolagsrättsliga strukturen påverkar fördelningen mellan avkastning och kostnader för institutionella investerare i Sverige, främst fondbolag, beskrivs av Pålsson (2012). Institutionella investerares affärsmodeller innebär därför vanligtvis små eller inga incitament att bära de kostnader som är förenade med ett aktivt ägarengagemang. Ett ytterligare bevis på att många institutionella investerares affärsmodeller inte omfattar ett aktivt ägarengagemang är de rådgivningskonsulter som under det senaste decenniet har ökat i antal. Dessa rådgivningskonsulters affärsidé är att sälja information och rekommendationer, samt hantera administrationen kring röstningen i enskilda bolag. Det blir allt vanligare att institutionella investerare på detta sätt köper information och råd i frågor som rör ägande och bolagsfrågor.

Även om kostnaden för att utöva ägaransvaret kan te sig relativt liten så måste den varje år tas ur utdelningsutrymmet hos de förvaltade bolagen. Eftersom de institutionella investerarna ofta investerar i ett stort antal bolag innebär det att även en relativt måttlig kostnad som andel av de förvaltade bolagens omsättning eller förädlingsvärde kan ha en betydande effekt på förvaltarens intäkter.

En fingervisning om storleken på administrativa kostnader i samband med en mer aktiv förvaltning av de institutionella investerarnas ägande ges i Riksrevisionens granskning av statens insatser för att förbättra kapitalförsörjningen för privata företag.⁷¹ Granskningen visar att de statliga investeringsfonderna (formerade som bolag och stiftelser) har kostnader i förhållande till totalt kapital på mellan 0,7 och sju procent (i genomsnitt 2,63 procent) för år 2012. Det kan jämföras med en industrinorm för privata aktörer på cirka en procent för lånekapital och cirka två procent för ägar kapital.⁷² Kostnaderna relaterade till en mer aktiv förvaltning kan alltså vara tämligen omfattande och frågan är om de institutionella investerarnas ägare vill bära dessa kostnader. I synnerhet i de fall där avkastningen på kapitalet tillfaller andelsägarna, som i fondbolag, är det svårt att motivera varför fondbolagets ägare bör engagera sig i en aktiv förvaltning av portföljbolagen.

En ytterligare fråga i anslutning till de institutionella investerarnas ägarroll gäller komplexiteten i investeringskedjan. Institutionella investerare placerar ofta medel i andra institutioners produkter, vilket kan leda till minskade incitament att utöva ägarengagemang (Celik och Isaksson 2013).⁷³ Ökad transparens i relationerna mellan olika institutionella ägare, samt förbättrad tillgänglighet och insamling av data kring det institutionella ägandet är därför viktigt för att förstå den roll som denna växande ägarkategori har på kapitalmarknaden.

Sammantaget har utvecklingen på kapitalmarknaden lett till en situation där förhållandet till den nyttomaximerande aktieägaren, vars avkastning är direkt beroende på lönsamheten i enskilda börsbolag, har blivit mer avlägsen. Kapitalmarknaden har istället kommit att bli en allt mer komplex marknad av intermediärer, förvaltare och försäljare av diverse finansiella tjänster, med omfattande länkar sinsemellan. Detta är också utgångspunkten i den brittiska Kay-rapporten⁷⁴, vars slutsatser framför allt innebär att de institutionella investerarnas ägarroll bör förtydligas, både mot börsbolagen och andelsägarna.

⁷¹ Se ”Statens insatser för riskkapitalförsörjning – i senaste laget”, Riksrevisionen 2014:1. Totalt finns cirka 10 miljarder kronor i statliga medel avsatta för investeringar i ägarkapital. Siffrorna inkluderar inte de investeringar på riskkapitalmarknaden som görs av Sjätte AP-fonden.

⁷² McKinsey & Company (2011).

⁷³ Till viss del kan komplexiteten i investeringskedjan även leda till dubbelräkningar i statistiska sammanställningar, då förvaltad kapital kan investeras av ytterligare annan institutionell investerare.

⁷⁴ Kay Review (2012).

6.1. Incitament och institutionellt ägande

Gemensamt för majoriteten av alla institutionella investerare är att de erbjuder en form av riskspridning för småsparare och investerare. Därmed kan småsparare erhålla en bättre avvägning mellan risk och avkastning än vad som är möjligt via direkta innehav.

En faktor som gynnar institutionella investerare i förhållande till privatpersoner är deras möjlighet att absorbera och analysera information. I många fall är det denna informationsfördel som konsumenten betalar för. Denna fördel har också gett upphov till uttrycket ”informerade investerare” vilket skiljer denna typ av professionella investerare från den genomsnittliga individen. Med storleken på de tillgångar som kontrolleras av många institutioner följer också möjligheten till förbättrad kontroll i portföljbolagen. Hirschman (1970) visar hur institutionella investerare genom att sälja innehaven eller uttala sig om verksamheten på olika sätt kan styra bolagen (*exit or voice*) samt arbeta för att minska potentiella bolagsstyrningskonflikter. Institutionella investerare kan också genom sin betydelse som marknadsaktörer utgöra en disciplinerande kraft gentemot kontrollägare och bolagsledning.

Det är viktigt att notera att de institutionella investerarna själva lider av samma incitamentsproblem mellan ägare och ledning. Institutionernas mål kan till och med stå i motsatsförhållande till klientens mål med investeringen. Det inflytande som härstammar från de finansiella institutionernas roll som marknadsaktörer snarare än ägare i börsbolagen har inom forskningslitteraturen kallats makt utan egendom eller *power without property* (Mueller 2003).

Eftersom institutionella investerare ständigt utvärderas i termer av hur väl de lyckas skapa aktieägarvärde finns få resurser tillgängliga för att följa andra mål, i den mån konkurrensen fungerar disciplinerande (Thomsen och Pedersen 2000). I detta avseende är de institutionella investerarnas incitament att kontrollera bolagens verksamhet och styrning troligen starkare än för andra typer av ägare. Trots jämförelsevis små ägarandelar fokuserar institutionella investerare främst på aktieägarvärdet. Dessutom är det mindre sannolikt att institutionella investerare har en överdriven riskaversion eftersom institutionella ägare i större utsträckning än andra ägarkategorier kan diversifiera sin risk. De kan därför potentiellt ha en mer positiv syn på riskfyllda projekt. Med tanke på dessa två aspekter samt gynnsamma finansieringsvillkor kan en positiv relation förväntas mellan institutionellt ägande och portföljbolagens lönsamhet och resultat.⁷⁵

Den tänkbart positiva effekten av institutionellt ägande kommer emellertid att minska allt eftersom de institutionella ägarnas totala ägarandel i bolagen ökar. Detta samband har ett brett stöd i litteraturen (se bl.a. Morck m.fl. 1988; McConnell och Servaes 1990; Pindado och de la Torre 2006, samt Miguel m.fl. 2004). Sambandet mellan det aggregerade institutionella ägandet och effekten på företagets lönsamhet och resultat är positivt men avtagande. Om det antas att de positiva effekterna huvudsakligen uppstår vid en viss tröskel av ägarkoncentration är det rimligt att anta att den positiva effekten av ytterligare ägarkontroll genom aggregerat institutionellt ägande inte kommer att fortsätta öka i samma takt. Ett flertal empiriska studier har bekräftat detta samband, se till exempel Bjuggren m.fl. (2007) och Gompers och Metrick (2001). Även Li m.fl. (2008) behandlar denna fråga. De finner i en studie med amerikanska data från börsbolag med röstdifferentierade aktier, att institutionella investerare i större utsträckning

⁷⁵ Se även Nickell m.fl. (1997) samt McConnell och Servaes (1990). Eftersom de flesta utländska investerare i själva verket är finansiella institutioner (Dahlquist och Robertsson 2001) kan vi i linje med Thomsen och Pedersen (2000), räkna med en liknande effekt på börsbolagens resultat som på de inhemska institutionella investerarnas resultat.

säljer aktieposterna. De väljer alltså att *exit* sina innehav i den här typen av börsbolag, istället för att agera som kontrollägare. Resultatet är i linje med argument i bland andra Bjuggren m.fl. (2007) om varför röstdifferentierade aktier sannolikt har en negativ inverkan på bolagens lönsamhet och resultat.

Trots den mycket höga andel av det totala börsvärdet som kontrolleras av institutionella investerare är de inte avgörande aktörer ur ett ägarperspektiv (Goergen och Renneboog 2001). Även om deras ackumulerade aktieinnehav är betydande är aktieinnehaven i enskilda börsbolag ofta små. En förklaring är att institutionerna mer än andra investerar i stora bolag. I svenska börsbolag motsvarar det sammanlagda institutionella ägandet i genomsnitt drygt 19 procent av rösterna, se tabell 5. De potentiella fördelarna med aktiv förvaltning kan därmed knappast vara större än kostnaderna för de enskilda institutionella investerarna. Incitamenten för institutionerna är tvärtom att åka snålskjuts på andra ägares ägarkontroll (Shleifer och Vishny 1997; Dahlquist och Robertsson 2001). Dessutom har vissa institutionella investerare indexerade portföljer eller andra passiva strategier vilket gör att de saknar resurser för aktiv övervakning av ett stort antal företag i sina portföljer. För att förbli kostnadseffektiva måste institutionella investerare, snarare än att bedriva aktiv förvaltning, välja att sälja lågpresterande bolag. Den avgörande frågan är därför huruvida de potentiella fördelarna med de institutionella ägarnas ägarkontroll uppväger kostnaderna för att utöva denna kontrollfunktion.

En annan viktig orsak till det svaga institutionella engagemanget i bolagsstyrningsfrågor är regler och föreskrifter kring insiderhandel (Goergen och Renneboog 2001). Om institutionella investerare inte vill immobilisera delar av sina portföljer, kan de vara tvungna att begränsa aktiv medverkan i företagets styrning. Ett exempel är de svenska AP-fondernas innehav av svenska aktier, vilket är mycket spritt.⁷⁶ Ägarspridningen är en direkt följd av AP-fondernas reglering vilken begränsar fondernas ägar-engagemang och innehav av rösträttsandelar i enskilda bolag. Detta gäller även sjätte AP-fonden som har friare placeringsregler.

För att möjliggöra ett mer aktivt ägarengagemang samt eventuellt kontrolläggande i svenska börsbolag skulle omfattande ändringar i AP-fondernas reglering behöva göras. Ett aktivt kontrolläggande kan också förväntas innebära betydande kostnader för fonderna, kostnader som till slut måste bäras av pensionsspararna. En rimlig uppskattning är att kostnaderna för kontrolläggande bör vara i samma storleksordning som den substansrabatt som finns i investmentbolag med kontrolläggande i ett begränsat antal bolag. En viktig skillnad är att kontrollägarna i investmentbolag själva har valt denna strategi och minoritetsägarna får förmodas ha köpt sina aktier fullt medvetna om placeringsstrategin. De pensionärer, nuvarande och blivande, vars pensioner är beroende av fondernas avkastning, har inte motsvarande möjlighet att välja.

6.2. Regleringar och institutionellt ägande

Institutionella investerares placeringar omgärdas av både kvantitativa och kvalitativa regler (Nachemson-Ekwall 2014). Kvantitativa regler styr fördelningen mellan tillgångsklasser och begränsar ofta innehavet i enskilda bolag. Kvantitativa regler styr också de institutionella investerarnas behov av likviditet för att säkerställa sina förpliktelser gentemot pensions- och fondsparare. Ett krav på likviditet kan medföra att tillgångar inte kan placeras över längre tidshorisonter, eller att eventuella intressekonflikter kan låsa innehav över tid, vilket därmed utestänger institutionella investerare från denna typ av investeringar.

⁷⁶ Se exempelvis Jakobsson (2012).

Kvalitativa regler utgår från förtroendeuppdraget. Här ingår etik- och miljöfrågor, men även en stor del av självregleringen kring ägarstyrning hos institutionella investerare utgår från kvalitativa egenskaper som ansvarstagande och försiktighet i avvägningen mellan risk och avkastning. Fondlagen satte tidigare en gräns för respektive fondbolagens samlade ägarinflytande i enskilda bolag till fem procent av bolagets aktiekapital, i termer av röster. Vid revideringen av fondlagen 2004 ersattes denna gräns med en formulering som innebär att ett fondbolag inte får ha ett så stort ägande att det kan utöva ett väsentligt inflytande över bolagets ledning.⁷⁷ Av Lag om Värdepappersfonder (2004:46) framgår att: ”Ett fondbolag får inte till en värdepappersfond förvärva aktier med sådan rösträtt som gör det möjligt för fondbolaget att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen av ett företag.”

En annan betydande grupp institutionella ägare som omfattas av både kvantitativa och kvalitativa placeringsregler är försäkringsbolagen. Försäkringsbolagen förhindras dock inte från att utöva ägaransvar. Istället definierar försäkringsrörelselagen (2010:2043) ”kvalificerade innehav” som: ”direkt eller indirekt ägande i ett företag, om innehavet representerar tio procent eller mer av kapitalet eller av samtliga röster eller annars möjliggör ett väsentligt inflytande över ledningen av företaget”. Försäkringsbolag kan därför ha större innehav i enskilda bolag och om intresse finns utöva ägaransvar för detta ägande. Försäkringsbolagens placeringar omges dock av en rad regleringar kring likviditeten i de underliggande tillgångarna. Eventuellt utövande av ägarmakten kan därmed försvåras. Till detta kommer också att kostnaderna förenade med att utöva ägarmakten måste fördelas till pensionsspararna eller försäkringsbolagets ägare. Det faktum att formella krav på att rösta för aktieinnehav i sig inte leder till en högre nivå av ägarengagemang kan förklaras av de institutionella investerarnas affärsmodeller, speciellt de portföljallokeringsstrategier som medför indexering. Om institutionens investeringsstrategi och affärsmodell i grunden bygger på passivitet är det tydligt att eventuella krav på röstning för aktieinnehav i sig inte kommer att förändra nivån på ägarengagemang om inte andra faktorer i affärsmodellen förändras samtidigt. Om starka ekonomiska incitament verkar emot ägarengagemang, kan obligatoriska krav på att rösta för aktieinnehav bara leda till ett administrativt merarbete utan djupare engagemang i bolagens verksamhet (Celik och Isaksson 2013).

Det är viktigt att notera att de institutionella investerarnas uppdrag är att förvalta medel åt fond- eller pensionssparare, vilket de gör genom att investera i finansiella tillgångar. De institutionella investerarnas uppdrag är alltså inte att skapa värde i börsbolag. En god tillväxt och värdeökning i de noterade bolagen kommer däremot alla sparare på finansmarknaden till del, vilket understryker vikten av välfungerande bolagsstyrning som en grundförutsättning.

6.3. Fondbolagen som ägare

Strukturen på de institutionella investerarnas fordringar kräver normalt en mycket likvid portfölj. Detta gäller i synnerhet fondbolagen som också omfattas av formella likviditetskrav för att garantera andelsägarnas tillgång till sitt kapital. Likviditetskrav kan vara ett hinder för ägarengagemang. Till exempel kan styrelsrepresentation leda till att den institutionella ägaren klassas som insider, vilket kan utlösa rättsliga restriktioner och minskade möjligheter att handla med aktier i bolaget.

⁷⁷ Lag om Investeringsfonder SFS 2004:46, § 20. Ett fondbolag får inte till en värdepappersfond förvärva aktier med sådan rösträtt som gör det möjligt för fondbolaget att utöva ett väsentligt inflytande över ledningen av ett företag. Om ett fondbolag förvaltar flera värdepappersfonder, fondföretag, specialfonder eller andra alternativa investeringsfonder, gäller bestämmelsen i det sammanlagda aktieinnehavet i fonderna och fondföretagen.

I en fördjupad studie av de svenska fondbolagen som ägare beskriver Pålsson (2012) hur incitamenten till ägarstyrningen påverkas av den rättsliga strukturen av fonder och fondbolag. I Sverige förvaltas cirka 60 procent av fondkapitalet av de fyra storbankernas fondbolag.⁷⁸ Utöver att vara ägare till fondbolagen har de svenska storbankerna en rad andra relationer till de företag som deras fondbolag investerar i. Det kan därför vara svårt att veta om fondbolaget agerar i bankens intresse eller i andelsägarnas om fondbolaget väljer att vara aktiv i sin ägarroll. Fondlagen (Lag om Investeringsfonder 2004:46) föreskriver att fondbolag ska vara aktiebolag, vilket resulterar i att fondbolagen måste vara lojala både mot sina ägare, aktieägarna av fondbolaget och mot sina andelsägare. Eftersom fondbolagets kontrakt med sina ägare är ett aktieägarkontrakt regleras denna relation av Aktiebolagslagen (ABL § 12:1). Av denna följer att aktiebolagets syfte enbart är att bereda aktieägarna vinst. Relationen mellan fondbolaget och andelsägarna regleras av fondlagen. Av denna följer att fondbolaget är skyldigt att agera uteslutande i andelsägarnas intresse och att bistå dem med information som rör fondernas förvaltning, såsom placeringsinriktning och avgiftsuttag. Aktiefonden är därmed helt fristående från det förvaltande företaget och ägd i sin helhet av andelsägarna (Pålsson 2012). Andelsägarna har dock ingen rätt eller möjlighet att utöva de rättigheter att rösta som är förknippade med de värdepapper som ingår i fonden.⁷⁹

De intressekonflikter som förekommer hos fondbolag är av annan karaktär än de som uppstår i börsnoterade aktiebolag. Konflikter uppstår genom att det som maximerar ägarens vinst inte nödvändigtvis sammanfaller med det som ligger i andelsägarnas intressen. Lagtextens formulering anger inte hur fondbolagen ska förhålla sig till dessa kriterier eller vilket intresse som ska väga tyngst.

Problemet försvåras av att kravet på att agera enbart i andelsägarnas intresse bygger på antagandet att det finns en strategi som förenar samtliga andelsägares intressen. Andelsägarna har normalt vida skiftande intressen och förutsättningar och bedömer därför troligen affärer olika. Lagen säger inte heller något om hur fondbolagen ska få kunskap om andelsägarnas intressen (Pålsson 2012). Trots detta är det inte troligt att fondbolagen i alla avseenden styrs av sin ägare, men det hindrar inte att situationer kan uppstå där ägarnas intressen tillåts dominera.

För de fondbolag som vill utöva ägarmakt finns främst två sätt, genom närvaro i valberedningar eller i form av ägarriktlinjer (Pålsson 2012). Speciellt ägarriktlinjer används i mycket hög grad och fondbolagens branschorganisation – Fondbolagens Förening – har utvecklat egna riktlinjer för hur dessa kan se ut.⁸⁰ Tanken är att bolag som inte uppfyller riktlinjerna inte kan bli aktuella för fondens investeringar. Fondbolagens allmänna riktlinjer i ägarfrågor brukar sedan kompletteras med att fondbolaget aktivt väljer ståndpunkt i konkreta ägarfrågor som uppköp, sammanslagningar etc. (Pålsson 2012). Fondbolagens ståndpunkt offentliggörs vanligtvis, vilket även det förväntas påverka bolaget och dess ledning.

Tabell 7, ur Pålsson (2012), visar de svenska fondbolag som i februari 2012 hade ett förvaltad kapital överstigande fem mdr SEK. Tabellen visar respektive fondbolags förvaltade kapital, antal företag i vilket fondbolaget tillhör de röstmässigt tio största ägarna, samt andelen av röstvärdet i de börsbolag som fonderna investerade i.

⁷⁸ De fyra fondbolagen är Robur (Swedbank), SEB Investment Management (Skandinaviska Enskilda Banken), Handelsbanken (Handelsbanken) och Nordea Fonder (Nordea).

⁷⁹ Andelsägarnas rätt att utse styrelseledamöter i fondbolaget togs bort 1990. Därmed frångavs andelsägarna den avgörande möjligheten till inflytande över fondens skötsel och användandet av rösträtten. För fördjupad diskussion se Pålsson (2012).

⁸⁰ "Riktlinjer för fondbolagens ägarutövande" januari 2014, www.fondbolagensforening.se

Klart störst är Robur som i februari 2012 förvaltade drygt 130 miljarder kronor och ingick som en av de 10 röstmässigt största ägarna i 180 bolag. Robur hade en röstmässig ägarandel på över fem procent i sammanlagt 36 börsbolag. Detta kan sättas i relation till de 55 valberedningar som Robur vid samma tid ingick i med en representant. Robur representeras i 12 av dessa valberedningar av en person. I den mån styrelsen representerar de röstmässigt betydande ägare som deltar i valberedningen kan detta alltså ses som ett bevis för fondbolagets ägarinflytande (Pålsson 2012). Därtill kommer de representanter i valberedningen som representerar andra institutioner och fondbolag.

Tabell 7. Fondbolagens ägande, procent av det totala röstvärdet, februari 2012.

Fondbolag	Förvalt kapital, mdr SEK	Antal företag bland de 10 största ägarna	0,0–4,9 %	5,0–9,9 %	> 10,0 %
Robur	134	180	144	33	3
AMF Fonder	72	105	104	0	1
SEB	60	135	127	5	3
SHB	56	253	246	7	0
Nordea	48	167	148	12	7
Lannebo	20	95	71	19	5
Länsförsäkringar	19	165	153	12	0
Folksam LO	18	64	64	0	0
iShares	16	78	78	0	0
SPP	15	40	40	40	0
Skandia	14	86	85	1	0
Didner & Gerge	14	48	44	4	0
Carnegie	11	34	32	2	0
Vanguard	11	88	88	0	0
Fidelity	10	57	55	1	1
Catella	7	197	193	4	0
Enter	7	27	27	0	0
Odin	6	58	56	2	0
DNB	5	97	97	0	0

Källa: Pålsson (2012).

Fondbolagens samlade ägande, mätt som röstandel, är störst i medelstora och stora börsbolag och betydligt lägre bland de minsta bolagen på börsen (Pålsson 2012). Att fondbolagens ägande är så starkt koncentrerat till de större bolagen är en naturlig följd av fondbolagens placeringsbestämmelser. Enligt dessa måste fondens tillgångar placeras i likvida medel och enligt vissa principer för riskspridning. En fonds engagemang i varje börsbolag begränsas vidare av att fondens ägande inte får medföra ett väsentligt inflytande över bolaget. Då de på marknaden dominerande fondbolagen förvaltar mycket stora värden kan varje investering i ett litet börsbolag därför endast motsvara en liten andel av fondens värde. Ett rimligt antagande är att fondens kostnader ökar med antalet bolag fonden investerat i. Det finns därför ekonomiska skäl för fondbolaget att hålla nere antalet tillgångar i fonderna. Aktier emitterade av de stora börsbolagen föredras, då dessa aktier är mer likvida och inte medför ett väsentligt inflytande över bolaget på grund av dess storlek (Pålsson 2002).

Att fondbolag disponerar över en stor röstandel i enskilda bolag innebär inte automatiskt att de kan utöva ett stort inflytande, det beror också på hur ägarbilden i bolaget ser ut i övrigt. Analyser av de svenska fondbolagens ägande, som Pålsson (2012),

visar dock att de institutionella investerarna tillsammans utgör en mycket signifikant ägargrupp och att deras deltagande i börsbolagens valberedningar ger dem stora möjligheter till inflytande. De som istället har fått mindre inflytande över styrelsens sammansättning är kontrollägare och framförallt bolagsledningen. Majoriteten av valberedningens ledamöter ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Vad som anses som oberoende ges av SKB § 4.4.

Det kan noteras att valberedningarnas uppdrag, att bereda stämmans beslut i val- och arvodesfrågor, inte tycks ha bidragit nämnvärt till att minska homogeniteten i de svenska börsbolagens styrelser. Bland annat Allbright (2012) visar att de svenska styrelseledamöterna utgörs av mycket homogena grupper. Hela nio av tio börsbolag lever inte upp till de riktlinjer som Svenskt kod för bolagsstyrning utarbetat kring könsfördelning.

6.4. Institutionerna och valberedningarna

Valberedningar tillsätts för att styrelseledamöter i svenska börsbolag började formas i slutet av 1990-talet. Valberedningen är bolagsstämmans organ och har som uppgift att bereda bolagsstämmans beslut i val- och arvodesfrågor. Valberedningens uppdrag är att lämna förslag till ordförande och övriga ledamöter i styrelsen samt dessa personers arvoden och andra ersättningar. Valberedningen ska även lämna förslag till val av revisor och dennes arvode. Att valberedningen är bolagsstämmans organ medför att den är extern i förhållande till bolagets styrelse. I detta avseende skiljer sig den svenska modellen tämligen radikalt från motsvarade nomineringskommittéer i andra länder. Bland de nordiska länderna har både Danmark och Finland valt en modell mer i linje med angloamerikansk bolagsstyrning, det vill säga valberedningen tillsätts intern inom styrelsen. Endast Norge har följt den svenska modellen med en för styrelsen extern valberedning (Nachemson-Ekwall 2014).

Valberedningen ska ha minst tre ledamöter, inklusive ordförande, som utses av bolagsstämman. Reglerna är inte tvingande utan grundar sig på principen följ eller förklara. Det innebär att bolag kan frångå vissa punkter i koden under förutsättning att varje avvikelse redovisas öppet, samt att bolaget anger skälen till detta (SKB § 10.1).

Koden säger att ”majoriteten av valberedningens ledamöter ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen” (SKB § 4.4). Den verkställande direktören eller annan person från bolagsledningen ska inte vara ledamot av valberedningen. Minst en av valberedningens ledamöter ska även vara oberoende i förhållande till den i bolaget röstmässigt största ägaren eller den grupp av aktieägare som samverkar om bolagets förvaltning (SKB § 2.3). Oavsett hur valberedningen själv har utsetts eller vilken ägare valberedningsledamoten representerar ska valberedningen arbeta för samtliga aktieägares intressen. Eftersom majoriteten av valberedningens ledamöter är externa i förhållande till bolaget kan det antas att valberedningens ledamöter har en något begränsad insyn i bolaget. Samtidigt förväntas dessa ledamöter ha tillräcklig insyn i bolaget för att kunna utse de mest lämpliga kandidaterna. Att valberedningarna består av en stor del oberoende ledamöter som inte är anställda i bolaget leder till ett starkt minoritetsinflytande i förhållande till bolagsledning och kontrollägare.

En tydlig maktkoncentration i valberedningarna utgörs av de institutionella ägarna vilka representeras i ett stort antal valberedningar. Eftersom valberedningens ledamöter utses genom enkel majoritet på bolagsstämman måste dock alla ledamöter i valberedningen i praktiken ”godkännas” av en majoritetsägare.

Nachemson-Ekwall (2014) beskriver hur revideringar av Svensk kod för bolagsstyrning och andra regler påverkat valberedningarnas utveckling och arbete. Speciellt riktas kritik mot de institutionella ägarnas stora inflytande i valberedningarna trots att detta ägande i grunden baseras på uppenbart passiva investeringsstrategier. Ett förtydligande av de institutionella investerarnas ägarroll i valberedningarna kan därför vara motiverat.

Allbright (2012) har studerat en rad svenska institutionella ägares arbete i valberedningarna samt intervjuat ägaransvariga. Eftersom många deltagare i valberedningarna representerar institutionella investerare är det mindre troligt att de själva har en bakgrund i samma bransch som bolaget. Många har troligen främst en bakgrund i finansbranschen. Valberedningsproffs tycks vara vanligt förekommande. Ett citat ur Allbrights studie belyser valberedningsledamöternas inflytande och branschtillhörighet.

”För flertalet är detta ett expertjobb lite grann som en headhunter, man har ett udda jobb. Det är inte ett ledarskapsjobb att hålla på med valberedningar. Få av dem som representerar institutioner i valberedningarna har haft ett tyngre ledarjobb inom industrin.”

(Allbright 2012, citat s. 5.)

Den viktigaste rekryteringsbasen för valberedningarna är enligt Allbright (2012) personer som deltagit i börsbolagens ledningsgrupper och då främst med ansvar för eget affärsområde. Resultatansvar för ett större affärsområde på ledningsgruppsnivå lyfts fram som erfordrad erfarenhet av samtliga intervjuade ägaransvariga i studien.

Det vanligaste svaret när de ägaransvariga tillfrågas om hur de hittar personer för att matcha kravprofilen är att det sker via befintliga nätverk. Rekryteringskonsulter används relativt sällan även om detta blir vanligare (Allbright 2012; Celik och Isaksson 2013). Anledningen är att institutionerna i regel inte har någon budget för att lägga på att hitta och utvärdera kandidater. Denna budget skulle utgöra en kostnad för fondbolaget, vilket skulle resultera i en högre avgift för andelsägarna eller lägre lönsamhet för fondbolagets egna ägare. Ytterligare citat ur Allbrights intervjubaserade studie av de svenska institutionernas deltagande i valberedningar belyser ledningsgrupperna som urvalspool och användandet av rekryteringskonsulter:

”Jag tycker vi är dåliga på att utnyttja vårt nordiska nätverk. Jag tror att vi kan jobba mer aktivt med att leta kvinnor. Vi arbetar med våra egna nätverk. Jag tror att vi kan anstränga oss lite extra men återigen är det på sikt viktigt med en bättre fördelning i ledningsgrupperna vilka utgör vår urvalspool.”

(Allbright 2012, citat s.19.)

”Det blir allt vanligare att man tar med professionella rekryteringskonsulter. Inte minst när det gäller att söka personer utanför Sverige. Där har vi inte nätverk.”

(Allbright 2012, citat s.11.)

Storbankernas fondbolag och pensionsförvaltarna sitter i en stor del av alla börsbolags valberedningar och det är inte självklart att dessa institutioners tjänstemän har nätverk som är mer lämpade att finna kandidater till styrelseledamöter än vad styrelsemedlemmarna själva eller ledningsgruppernas medlemmar har. Valberedningarna består dessutom själva av en relativt liten och homogen grupp personer. Denna begränsning minskar förstås de nätverk som kan ingå i en eventuell sökning efter potentiella styrelsekandidater.

Valberedningarna tycks inte ha lyckats med sitt uppdrag att bredda underlaget till bolagsstämmans beslut vad gäller styrelsedeltagande. Det är anmärkningsvärt att valberedningarna har misslyckats med att öka antalet kvinnor invalda i styrelserna, eftersom det har varit ett uttalat mål med många valberedningars arbete. De flesta valberedningar motiverar inte heller könsfördelningen i bolagens styrelser trots att detta fordras av Svensk kod för bolagsstyrning. Allbright (2012) betonar ägarnas ansvar för styrelsens sammansättning, ett ägaransvar som i den allmänna debatten kring en kvotering av kvinnor i börsbolagens styrelser tycks ha skiftat till myndigheter och regering.

7. Nationell reglering och möjligheter till kontroll

Forskningen kring bolagsstyrning har med få undantag tenderat att förbise en viktig del av bolagsrätten, närmare bestämt fördelningen av kontrollrättigheter och befogenheter.⁸¹ Bolagsstämman och majoritetsprincipen styr de flesta avgörande beslut rörande ett bolags verksamhet. En aktieägare behöver därför kontrollera hälften av rösterna för att ha kontroll över de frågor som kräver enkel majoritet på stämman. I realiteten krävs dock ofta en mindre röstandel eftersom många aktieägare i börsnoterade bolag inte röstar på bolagsstämman. Det innebär inte heller att den som kontrollerar rösterna behöver äga en motsvarande andel av bolaget. Bolagsrätt och bolagsordning ger ytterligare kontrollrättigheter till exempelvis kontrollägare genom att tillåta undantag från principen en aktie en röst. Detta har också varit en grundförutsättning för den svenska ägarmodellen.⁸²

Aktier med olika rösträtt är vanligt förekommande framförallt i Kontinentaleuropa, men förekommer även i stora delar av den övriga världen, inklusive USA. Avvikelser från principen en aktie en röst verkar därför inte vara den avgörande faktorn för kapitalmarknadens utveckling eller storlek i förhållande till ekonomin. Två länder med omfattande skillnader i separationen av ägande och kontroll är Sverige och Nederländerna, båda med välutvecklade kapitalmarknader och höga marknadsvärden i förhållande till BNP (se Paccès 2009, samt ISS ECGI Shearman och Sterling 2007).

Avvikelse från principen en aktie en röst behöver därför inte nödvändigtvis leda till expropriering och missbruk gentemot minoritetsägare. Snarare bidrar röstskillnaderna till att stärka möjligheterna för de som kontrollerar bolagen att utöva kontrollen, samtidigt som minoritetsägarna skyddas genom ett långtgående minoritetsskydd. Genom att allokera kontrollrättigheter till större ägare eller ledning kan dessa erhålla en avkastning på de företagsspecifika investeringar som de gör och som inte i förväg kan värderas och prissättas av marknaden.

Utökade kontrollrättigheter fördelade till majoritetsägare är emellertid endast en aspekt kring fördelningen av aktieägarnas kontrollmakt. Bolagsrätt kan också, förutom att ge kontrollägare rösträtt överstigande kapitalägandet, fördela kontrollrättigheter att styra bolaget oberoende av ägande. Detta är en grundförutsättning för att ledningen ska kunna kontrollera bolaget utan att ha ett betydande ägande, vilket är fallet i många amerikanska och brittiska börsbolag. Ledningsstyre kan vara motiverat när privata kontrollförmåner är tillräckligt låga för att äganderätten till stor del ska kunna placeras hos icke-kontrollerande aktieägare, det vill säga då ägandet är spritt (Paccès 2009). En förutsättning för detta är ett effektivt minoritetsskydd. Två villkor måste också vara uppfyllda för att ledningsstyre ska vara rättsligt möjligt (Cools 2005). För det första måste bolagsledningen till viss del kunna kontrollera nomineringen till och valet av styrelseledamöter. Vanligen sker detta genom att bolagsledningen på något sätt delvis kontrollerar minoritetsägarnas röstandelar på bolagsstämman. För det andra måste bolagsledningen ha möjlighet att motsätta sig och på något sätt agera för att förhindra ett för dem oönskat övertagande.

⁸¹ En rad nya studier av Paccès 2007; 2009; 2012 samt Cools 2005 utgör undantag.

⁸² Avvikelser från principen en aktie en röst har ofta betraktas med skepsis av såväl forskningen kring bolagsstyrning som många aktörer på de finansiella marknaderna (Paccès 2009). Förespråkare för den svenska ägarmodellen har också vid upprepade tillfällen påtalat vikten av dessa kontrollrättigheter, för att just värna ägarnas incitament till styrning och kontroll av börsbolagen.

I Europa är dessa villkor uppfyllda i Nederländerna, men inte i Sverige (Pacces 2009). Som ett exempel ger bolagsrätten i Nederländerna bolagen större möjlighet att välja kontrollstruktur då kontrollrättigheter kan allokeras både till ledning, potentiellt utan eget ägande, eller till majoritetsägare för att stärka dem i rollen som kontrollägare. Nederländerna har därför en betydande andel ledningsstyrda bolag bland börsföretagen samtidigt som den traditionella kontrollägarmodellen har värnats (de Jong m.fl. 2001).

Bolagsstyrning i Nederländerna

Börsbolagen i Nederländerna har en mer spridd ägarstruktur än de flesta andra kontinental-europeiska länder och kännetecknas av en rad kontrollinstrument utvecklade för att försvåra fientliga övertaganden. I nästan två tredjedelar av bolagen kontrollerade de största aktieägarna mindre än 10 procent av rösterna år 2010. Vid samma tid hade endast 19 procent av börsbolagen en aktieägare som kontrollerade mer än 30 procent av rösterna. Röstkontrollen ökar dock kraftigt om man inkluderar de så kallade röststiftelser (*voting trust foundations*) som finns i det nederländska bolagsstyrningssystemet (från 19 procent ägare med mer än 30 procent av röstvärdet, till 38 procent av ägarna med mer än 30 procent av röstvärdet).

Användandet av röststiftelser är ett särskiljande drag för den nederländska bolagsstyrningsmodellen. Aktier i noterade bolag placeras i en stiftelse (*stichting*) som i utbyte ger ut depositionscertifikat (*certificaten*). Stiftelsen fungerar sedan som en stiftelseadministration vars uppgift är att rösta för deponerade aktier. Röst rättigheterna är sålunda separerade från de depositionscertifikat som de ursprungliga aktieägarna erhållit istället, vilket gör att aktieägarna förlorar rösträtten för sina aktier men behåller alla övriga rättigheter förenade med aktieinnehavet (framför allt utdelningsrättigheterna). Depositionscertifikat handlas därför på börsen istället för de underliggande aktierna av de investerare som inte är intresserade av att aktivt engagera sig i bolagsstyrning. Röststiftelserna sätts upp av börsbolagen själva och kontrolleras sålunda till stor del av bolagsledningen. I bolagsordningen regleras hur aktier kan emitteras till stiftelsen. Likheterna med det angloamerikanska systemet med röstning genom fullmakt (*proxy voting*) är uppenbara. Det förklarar också hur både kontrolläggande och ledningsstyre är möjligt i Nederländerna även utan angloamerikansk rättstradition (Pacces 2012).

En jämförelse kan göras med det resonemang som Pålsson (2012) för kring handel med rösträtter för andelsägare i svenska aktiefonder.

I Sverige finns inte samma möjligheter för bolagsledningarna att kontrollera bolagen. Genom att bolagsstyrningsreglerna i Svensk kod för bolagsstyrning och aktiebolagslagen så tydligt fördelar kontrollen till aktieägarna tillåts endast aktieägarna eller kontrollägare kontrollera bolagen. Eftersom de svenska reglerna påverkats av det brittiska regelverkets fokus på minoritetsskydd och oberoende har det traditionella kontrollägandets inflytande minskat till förmån för minoritetsägare med mindre incitament och möjligheter att aktivt utöva ägaransvaret. En konsekvens av det svenska bolagsstyrningssystemets utformning är också att separationen av röster från kapital troligen överstiger vad som annars skulle vara effektivt och de svenska börsbolagens ägarkoncentration har därför förblivit hög (Holmén och Högfeldt 2004). Svårigheten att kontrollera de svenska börsbolagen tycks också ha bidragit till att allt färre bolag söker eget kapital genom att notera aktier på börsen. Istället har riskkapitalbranschen med privat ägande vuxit fram som en betydande ägarkategori och finansieringskälla. I en nyutgiven bok ger Nachemson-Ekwall (2014) sin syn på hur det svenska regelverket kring bolagsstyrning i börsbolag förändrats efter angloamerikansk förebild. Enligt Nachemson-Ekwall (2014) har utvecklingen lett till att de svenska börsbolagen blivit föremål för fientliga uppköp i en högre utsträckning än vad som annars vore fallet.

Paccès (2009) visar hur fördelningen av kontrollrättigheter mellan ledning och aktieägare också förklarar andra mönster relaterade till ägandet av börsnoterade bolag. USA:s lag är exempelvis inte mer krävande vad gäller principen en aktie en röst, än den svenska regleringen.⁸³ Skillnaden är att bolagsrätten i USA gör det möjligt för ledningen att kontrollera bolaget genom att till stor del kontrollera minoritetsägarnas röstandelar. Kontrollmakten ligger därför till stor del hos styrelsen, som också är verkställande, i stället för i bolagsstämman. Detta ger amerikanska börsnoterade bolag två alternativ. Antingen leds bolaget av styrelse och ledning eller så behåller ägaren tillräckligt många röster för själv dominera tillsättningen av styrelsen och ledning och därmed fungera som kontrollägare. Detta är möjligt eftersom bolag som har en enskild ägare med mer än 50 procent av rösterna är undantagna från reglerna om styrelseledamöternas oberoende gentemot kontrollägare. Det andra alternativet är att bolagets ursprungliga majoritetsägare säljer så stora delar av sitt innehav i bolaget så att ägandet blir spritt och ledningsstyre möjliggörs. Eftersom bolagsledningen och styrelsen kan nominera egna ledamöter till styrelsen samt utöva ett större inflytande än externa aktieägare genom att kontrollera minoritetsägares röstandelar via röstfullmakter, kan ledningen kontrollera bolaget. En entreprenör eller ursprunglig majoritetsägare kan givetvis använda sig av samma metod, genom att själv delta i bolagets ledning och styrelse, vilket även möjliggör kontrolläggande på detta sätt. Bolagsledningarna i USA kan också använda sig av dessa metoder för att motsätta sig övertaganden och uppköp. Aktiebolagslagarna i USA (*Delaware*) stöder på detta sätt ledningsstyre, både i den löpande bolagsstyrningen och vid ägar- och kontrollskiften (Paccès 2009; Bainbridge 2008).

I Storbritannien skyddas minoritetsägarna i börsnoterade bolag från majoritets- och kontrolläggares inflytande genom att dessa på olika sätt förhindras att aktivt engagera sig i bolagets styrning. En majoritet av styrelsen måste vara oberoende i förhållande till aktieägare och kontrollägare. Det är därför inte svårt för bolagsledningarna i brittisk börsbolag att kontrollera bolagen eftersom de representanter som dessa föreslår till styrelse och ledning är relativt outmanade på bolagsstämman. De brittiska bolagsstyrningsreglerna skiljer sig dock från de i USA genom att aktieägarna formellt har ett väldigt stort inflytande. Styrelse och ledning kan därför formellt sett avsättas relativt lätt genom aktieägarbeslut på bolagsstämman (Davies 2008). I praktiken blir det dock svårt för aktieägare att utöva ägaransvaret eftersom bolagsledningen kontrollerar minoritetsägarnas röster genom fullmakter. Framförallt de institutionella investerarnas ägande hanteras till stor del av bolagsledningarna genom fullmakter. Detta gynnar de institutionella investerarna genom att hålla nere kostnaderna för ägarengagemang. Brittiska bolagsstyrningsregler förhindrar alltså institutionella ägare att utöva aktivt ägaransvar så som de svenska institutionella ägarna gör genom exempelvis valberedningarna. Brittiska bolagsledningarna har också färre möjligheter att försvåra uppköp och övertagande än deras amerikanska kollegor. Fientliga bud och uppköp är trots detta ovanliga i Storbritannien, bland annat på grund att bolagsstyrningsreglerna försvårar för större aktieägare att utöva kontrolläggande och ägarinflytande i styrelsen (se bl.a. Weir och Laing 2003).

Trots att kontrollrättigheterna i Storbritannien formellt tilldelats aktieägarna finns det alltså omständigheter som tyder på att ledningsstyre möjliggörs genom att enskilt kontrolläggande motverkas. För det första är det svårt för enskilda aktieägare att utöva sina befogenheter gentemot styrelsen, eftersom större aktieägarna inte anses oberoende i förhållande till bolaget och styrelsen. Större aktieägare är därför förhindrade från att utöva ägaransvar genom styrelsrepresentation. Detta regleras i den brittiska koden för bolagsstyrning och grundas på tanken att kontrollerande

⁸³ Amerikanska börsregler däremot förhindrar en utbredd användning av detta kontrollinstrument (Paccès 2009).

aktieägare inte delar samma mål med verksamheten som minoritetsägarna. Koden kräver oberoende för majoriteten av styrelsen i förhållande till större aktieägare, dvs. eventuella kontrollägare (Paccès 2009; Arcot och Bruno 2006). En kontrollägare kan helt enkelt ha andra intressen med bolaget vilket ökar risken att tillgångarna fördelas till andra ändamål än de som är mest effektivt ur samtliga aktieägares synpunkt. För det andra kan det vara betungande att bli en kontrollerande aktieägare på grund av att budplikt utlöses när tröskelvärdet på 30 procent ägande är passerat. Genom implementeringen av det så kallade *Takeover*-direktivet (Direktiv 2004/25/EG) gäller nu denna regel i samtliga EU-medlemsländer. Slutligen, genom att styrelsen i huvudsak är ansvarig gentemot icke-kontrollerande aktieägare ger den brittiska bolagsstyrningsmodellen stort inflytande till institutionella investerare som förvaltar icke-kontrollerande aktieposter och som därför inte har ambition eller incitament att agera som aktiva ägare och utmana ledningen (Paccès 2009; 2012). Eventuella uppköp och övertagande beslutas därför ofta till stor del i förväg genom en förhandling mellan övertagande part och bolagsledningen. Övertaganden leder därför i de flesta fall till att den befintliga bolagsledningen ersätts eller till att bolaget avnoteras ifall övertagandet medfört kontrolläggande. Genom att förhandla med bolagsledningen om villkoren för övertagandet kan budgivaren säkerställa ett tillräckligt stöd för att avnotera bolaget eller ersätta styrelsen, varigenom den obekväma och kostsamma positionen som kontrollägare av ett börsbolag kan undvikas (se Paccès 2012, samt faktaruta om brittisk bolagsstyrning i avsnitt fyra). Bolagsledningen är på detta sätt med och förhandlar om den kontrollpremie som måste erläggas för att köpet ska lyckas. Detta ger ledningen incitament att engagera sig i bolagets styrning på ett sätt som maximerar hela bolagets värde. Att svenska börsföretag som har blivit föremål för övertagande i allt högre grad kommit att avnoteras från Stockholmsbörsen kan ses som ett bevis på den svenska kontrollägarmodellens tillbakagång till följd av bland annat brittiska bolagsstyrningsregler. Det är helt enkelt för kostsamt och svårt att agera kontrollägare på den svenska börsen, aktivt ägaransvar har därför i allt högre grad kommit att förflyttas till riskkapitalbolag utanför börsen. Svenska styrelser och bolagsledningar har mycket små möjligheter att förhandla om eller motsätta sig övertaganden, därmed har de också mindre incitament att själva engagera sig i bolagets långsiktiga utveckling.

Ledningsstyre är därför utbrett i Storbritannien på grund av indirekta befogenheter, vilket – i kombination med ett effektivt skydd för minoritetsägare – förklarar den spridda ägarstrukturen (Paccès 2009). Genom att kontrolläggande har missgynnats av de brittiska bolagsstyrningsreglerna kan en ytterligare konsekvens vara att ägandet är mer spritt än vad som annars skulle vara effektivt. Detta innebär att endast företag med låga nivåer av privata kontrollfördelar förblir börsnoterade. Unga och innovativa företag, där en stor del av kontrollvärdet per definition är privat och inte kan värderas av marknaden, ägs och kontrolleras utanför börsen (Paccès 2009). Långsiktigt kan detta verka hämmande på företagets finansierings- och utvecklingsmöjligheter.

Den brittiska regleringen kring bolagsstyrning har i många fall varit styrande för regelverket inom EU och för Svenska kod för bolagsstyrning. Något som kan te sig mindre lämpligt med tanke på de omfattande skillnader i ägarstruktur som finns mellan de brittiska börsbolagens spridda ägande och börsbolagen i de flesta övriga europeiska länder, vilka kännetecknas av kontrolläggande och koncentrerade ägarstrukturer. Att det svenska kontrolläggandet i allt högre grad sker utanför börsen och att fler svenska börsföretag klassas som ”herrelösa” visar på faran med att likställa effektivt minoritetsskydd med aktieägarmakt och kontrollrättigheter. Genom ett ensidigt betonde av aktieägarmakt och minoritetsskydd minskar minoritetsägares rättigheter de incitament som gör det möjligt för företagsledare och kontrollägare att styra och utveckla bolag på börsen.

Regleringsarbetet inom EU har i stort följt denna utveckling, vilket visas bland annat av *Takeover*-direktivet (Direktiv 2004/25/EG) som förespråkar principen om styrelse-neutralitet i förhållande till större ägare och den så kallade genombrottsregeln, vilket innebär budplikt när ägandet överstiger 30 procent (artikel 9 och 11). Effekten blir därmed att både ledning och kontrollägare får allt mindre incitament att engagera sig i, och investera i bolagens kontroll (EU-lagstiftningens inverkan på den svenska aktiemarknaden diskuteras ingående av Nachemson-Ekwall 2014). Än så länge är reglerna om styrelseneutralitet frivilliga för medlemsländerna. EU:s reglering om kontrollpremie har däremot blivit bindande och budplikten (artikel 5) fordrar lika-behandling av kontrollägare och minoritetsägare. Båda aspekterna av denna lagstiftning kring uppköp är sålunda missriktade. Ägaransvar och styrning i börsbolagen har ett stort värde i sig, vilket ibland tycks glömmas bort i den allmänna debatten. För att utöva detta ägar- eller styrningsansvar krävs företagspecifika investeringar, till exempel i form av humankapital. Investeringar som måste återvinnas i form av värde förenat med kontrollen eller realiserat vid överlåtelse. Att förhindra kontrollägare eller bolagsledning från att erhålla värde från dessa investeringar i företagskontroll och ägaransvar ökar inte bolagens värde och gynnar därmed inte minoritetsägarna (Paccès 2009; 2012). Istället undergrävs incitamenten till aktivt ägarengagemang och ledningskontroll, vilket i förlängningen leder till att färre företag börsnoteras med försämrade fördelning av samhällets tillgångar och minskat förtroende för marknads-ekonomi som följd.

Senast i raden av EU-reglering kring ägarfrågor är det förslag som EU-kommissionen lade fram i mars 2014 med revideringar av direktivet om aktieägares rättigheter (COM(2014) 213). Syftet med EU-kommissionens förslag är att uppmuntra långsiktigt ägande och att göra aktieägarna mer aktiva som ägare. De förslag som presenteras fokuserar dock till stor del på att öka informationen och rapporteringskraven kring de institutionella ägarnas ägaraktivitet och ägarpolicy. Eftersom EU-förslaget inte gör någon skillnad på olika typer av aktieägare och på hur dessa olika ägares incitament till engagemang skiljer sig åt, blir konsekvensen av förslaget att minoritetsägarnas inflytande över bolagets ökar på kontrollägarnas bekostnad. Eftersom förslaget enbart riktar sig mot börsnoterade bolag är det troligt att regleringskostnaderna förenade med börsnotering kommer att stiga och ytterligare minska attraktiviteten av börsnotering för mindre och medelstora bolag. Även kostnaderna förenade med ägande förvaltat av institutionella placerare kan komma att öka vilket aktualiserar frågan om institutionernas ägarengagemang.

Eftersom reglerna som omger bolagsstyrningen i de svenska börsföretagen i hög grad påverkats av internationell reglering och de angloamerikanska regelverken kan de behöva kompletteras ytterligare för att möjliggöra ledningsstyre i de bolag vilka redan idag kännetecknas av spritt ägande. Utan en sådan komplettering tycks regelverket vara något ofullständigt. Det som möjliggör ett tydligt och starkt ledningsstyre i de angloamerikanska länderna men även i Nederländerna är bolagsledningarnas möjligheter att rösta med fullmakter, samt deras möjlighet att själva påverka styrelsens sammansättning och val av ledamöter.

Att i Sverige införa ett fullmaktsförfarande för aktieägarnas röster vore en betydande förändring av det svenska bolagsstyrningssystemet och aktiemarknadslagens tillämning en ordentlig analys behövs därför kring möjligheterna att införa ett sådant system. Grunden för ett sådant reformförslag kan exempelvis utgöras av de röstandelar vars egentliga ägare är andelsägarna i de svenska fondbolagen. Pålsson (2012) för fram tankar på liknande reformer i sin rapport om de svenska fondbolagen som ägare.

Att röstning med fullmakter är utbrett i hela den angloamerikanska världen liksom i Nederländerna tyder också på att detta förfaringssätt har en bred acceptans på aktie marknaden.

I fråga om bolagsledningens möjligheter att påverka styrelsens tillsättande och sammansättning har Sverige valt en tämligen egen väg med de svenska valberedningarna. En reformering mot mer ledningsstyre eller ett stärkande av kontrollägarnas möjligheter att kontrollera börsbolagen bör därför gå i riktning mot mindre strikt tillämpning av den svenska valberedningsprocessen. Genom att ge eventuella kontrollägare och bolagsledningen mer utrymme i nomineringen och tillsättningen av styrelsen kommer de svenska valberedningarnas särart gentemot övriga europeiska länder även att minska vilket i sig kan bidra till ökad transparens och förståelse för den svenska ägarmodellen.

Syftet med detta resonemang är att visa ägaransvar och kontroll är den grundläggande bristvaran i marknaden för företagskontroll. Oavsett ägarbild är det den som värdesätter kontrollen av bolaget högst som är villig att betala det högsta priset för denna kontroll. Detta värde kan sedan fördelas på ett eller annat sätt mellan ägarna eller mellan ägare och ledningen. Priset för bolagskontrollen, kontrollpremien, kan se olika ut beroende på ägarstrukturen och regleringen som omger uppköp och bolagsstyrning. Övertaganden kan givetvis också utformas med specifika avtal och krav beroende på de deltagande parternas målsättning med affären. I ledningskontrollerade bolag är det troligt att kontrollpremien mer tar formen av avgångsvederlag och ersättningar till utgående ledning. I bolag som kontrolleras av ägare med avgörande röstandelar är det troligare att budpremien kopplas till det aktieinnehav som medför kontroll av bolaget, exempelvis genom en premie på röststarka A-aktier. Bemyndigande av minoritetsaktieägarna genom reglering minskar kontrollägarnas och ledningens möjlighet att styra bolaget samt försvårar möjligheten att få ersättning för de investeringar som kontrollen medför. Detta minskar de incitament som ledning eller kontrollägare har till att investera tid och kraft i att utveckla bolaget, investeringar som oftast inte kan värderas av finansmarknaden innan de realiserats i form av kontrollvärde. Konsekvensen blir att ägandet förblir koncentrerat, befintliga kontrollägare förlorar inflytande, samt att allt färre företagsledare och entreprenörer väljer att börsnotera aktier för att inte riskera att förlora kontrollen i sina bolag.

8. Slutsatser

I Sverige är kontrollägande den dominerande formen av styrning av börsnoterade bolag. Denna modell har i många avseenden fungerat väl. Mycket talar också för att kontrollägande kan utgöra en motkraft mot den tilltagande kortsiktighet som präglar marknaderna internationellt.

Samtidigt kan det konstateras att det finns flera faktorer som är på väg att underminera den svenska modellen:

- Ett trendmässigt ökat institutionellt och utländskt ägande på börsen leder till att basen för det kontrollägande som är kärnan i den svenska ägarmodellen blir allt mindre.
- En stor del av regleringarna kring bolagsstyrningen i börsbolag har sin grund i angloamerikanska förhållanden. Därmed har regleringarna ofta spetsen riktad direkt mot kontrollägande, särskilt om detta är baserat på differentierad rösträtt.
- Själva mängden regleringar av de börsnoterade företagen leder till att det blir allt mindre attraktivt att vara på börsen överhuvudtaget.

Följden har blivit att den traditionella svenska ägarmodellen har minskat i betydelse samtidigt som alternativen har vuxit fram vid sidan av börsen. I denna rapport diskuteras några av de problem som en krympande börs kan väntas leda till.

Bolagsledare och entreprenörer som är tillräckligt engagerade i sina bolag för att inte vilja skiljas från kontrollen av bolaget kommer endast att emittera aktier på en aktiemarknad som tillåter kontrollägande samt ett tillräckligt starkt skydd mot ovälkomna övertaganden och uppköp. Även för befintliga kontrollägare och bolagsledning är intresset för att fortsätta verka på den publika aktiemarknaden kopplat till kontrollrättigheterna. Reglerna kring bolagsstyrningen bestämmer därmed hur mycket ägande som bolag och entreprenörer kan erbjuda allmänheten genom att allokera kontrollrättigheter endast delvis betingat av ägandet, eller helt enkelt oberoende av ägande.

Reglerna som omger bolagsstyrningen skapar inte incitament till engagemang i bolaget genom att allokera kontrollrättigheter till minoritetsaktieägare. Snarare bör reglerna utformas så att kontrollrättigheter i händerna på kontrollägare och ledning inte kan missbrukas till minoritetsägarnas nackdel. Ett aktivt ägar- och ledningsengagemang fordrar att de personer som berörs har tillräckliga kontrollrättigheter för att aktivt investera i och engagera sig i bolagets långsiktiga verksamhet. Kontrollrättigheterna måste också kunna ge avkastning i form av en kontrollpremie i de fall då kontrollen utmanas vid uppköp, samgåenden eller övertaganden.

Tillbakagången för den svenska ägarmodellen kan också förväntas leda till att det blir allt svårare att utveckla mycket stora företag i Sverige som är konkurrenskraftiga på en global marknad. Den naturliga slutpunkten för ett stort svenskt företag med tillväxtambitioner blir ofta att företaget köps upp av ett utländskt företag med en utflyttning av huvudkontoret som följd. Medan utländska uppköp kan ses som en naturlig del

av globaliseringen är det olyckligt om detta blir en ensidig tendens där stora företag tvingas lämna Sverige på grund av bristen på svenskt ägarkapital.

Analysen i rapporten tydliggör att det svenska regelverket för bolagsstyrning behöver reformeras. Förhoppningsvis kan rapporten därmed bidra till en bred debatt kring dessa frågor. Detaljerade förslag kring hur regelverket skall förändras presenteras inte i denna rapport, istället belyses den motsättning som finns mellan den fortgående importen av regler från det brittiska systemet och det faktum att den enda fungerande svenska kontrollmodellen bygger på kontrolläggande. En huvudlinje i det brittiska systemet har varit att minska möjligheterna till kontrolläggande för enskilda aktieägare. Resultatet har också blivit att något sådant knappast finns för större noterade brittiska företag. För Sveriges del innebär influenserna av brittiska regler att den enda kontrollmodell som är möjlig i dagens svenska system undergrävs. Alternativa kontrollmodeller bör därför släppas fram även i Sverige. För lång tid framöver kommer dock den traditionella svenska kontrolläggarmodellen att fortsätta vara den dominerande ägar- och styrmodellen i Sverige. Följande reformlinje föreslås därför:

- *Värda den svenska modellen för bolagsstyrning.* För att bevara tydliga kontrollägare i svenska börsbolag bör budplikten modifieras, även möjligheten för kontrollerande ägare att erhålla en premie i samband med uppköp bör undersökas. Ett starkt minoritetsskydd säkerställer att kontrollägandet inte kan missbrukas gentemot minoritetsägarna.
- *Skapa möjligheter för ledningsstyre i svenska börsbolag.* Även om dessa åtgärder genomförs så kommer kapitalbasen för den svenska kontrollägandet att förbli för tunn. En lösning på detta problem som har föreslagits i debatten är att låta institutionerna som står för det dominerande ägandet också gå in som aktiva kontrollägare. I rapporten utvecklas skälen till att detta inte kan anses vara en fruktbar lösning. Istället föreslås att bolagsledningarna ges legala rättigheter som möjliggör styrning av börsbolagen på samma sätt som ledningarna kan göra i länder som exempelvis USA, Storbritannien och Nederländerna. Hur dessa legala rättigheter konstrueras blir givetvis en svår och viktig avvägning. Ett första steg i denna riktning skulle dock kunna vara att stärka ledningens ställning vid ombudsrostning efter brittiskt eller amerikanskt mönster. Förändringarna bör inte göras genom särregler för vissa företag. Reglerna bör istället konstrueras så att ledningsstyre inom det existerande regelverket kan tillämpas i företag där ägarkoncentrationen är för liten för att stödja ett kontrolläggande.
- *Förtydliga de institutionella investerarnas ägarroll.* De institutionella investerarnas roll som ägare bör förtydligas både mot bolagen och mot institutionernas egna ägare och andelsägare. Då institutionella ägare ofta saknar incitament till aktivt kontrolläggande i portföljbolagen bör deras ägarroll som passiva ägare förtydligas. Även regelverket kring valberedningarna bör präglas av detta synsätt. Ett ytterligare engagemang i ägarstyrning tycks i många fall vara omotiverat och delvis motverkat genom de regleringar som omger de institutionella ägarnas investeringsprofiler och affärsmodeller.

Källor

- Adams, R. & D. Ferreira (2008), "One Share-One Vote: The Empirical Evidence". *Review of Finance* 12(1), 51–91.
- Agell, J., Englund, P. & J. Södersten (1996), "Tax Reform of the Century – the Swedish Experiment". *National Tax Journal* 49(4) 643–64.
- Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeldt, P. & H. Svancar (2001), "Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control". I F. Barca & M. Becht, red., *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press, Oxford.
- Aguilera, R. V. (2005), "Corporate Governance and Director Accountability: An Institutional Comparative Perspective". *British Journal of Management* 16(1), 39–53.
- Allaire, Y. (2006), "Dual-Class Share Structures in Canada: Review and Recommendations". Policy paper nr 1, The Institute for Governance of Public and Private Organizations.
- Allbright (2012), *Makten i kulisserna: En granskning av svenska börsbolags valberedningar och deras arbete*. Allbright Rapport, www.allbright.se.
- Almazan, A. & J. Suarez (2003), "Entrenchment and Severance Pay in Optimal Governance Structures". *Journal of Finance* 58(2), 519–547.
- Arcot S. R. & V. G. Bruno (2006), "In Letter but not in Spirit: An Analysis of Corporate Governance in the UK". Working Paper nr 031. London School of Economics, London.
- Armour, J. & D. A. Skeel (2007), "Who Writes the Rules for Hostile Takeovers, and Why? The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation". *Georgetown Law Journal* 95(6), 1727–1794.
- Asker J., Farre-Mensa J. & A. Ljungqvist (2013), "Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?". ECGI-Finance Working Paper.
- Baber, W., P. Fairfield, & J. A. Haggard (1991), "The Effect of Concern About Reported Income on Discretionary Spending Decisions: The Case of Research and Development". *Accounting Review* 66(4), 818–829.
- Bainbridge, S. M. (2008), *The New Corporate Governance in Theory and Practice*. Oxford University Press, Oxford.
- Barca, F. & M. Becht, red. (2001), *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press, Oxford.
- Bartram, S. M. & I. Zakaria (2008), "Corporate Governance and Executive Compensation: An Institutional Overview". I L. Oxelheim & C. Wihlborg, red., *Markets and Compensation for Executives in Europe*. Emerald Group Publishing Limited, Bingley.
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R. & G. Triantis (2000), "Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights". I R. K. Morck, red., *Concentrated Corporate Ownership*. NBER, University of Chicago Press.

- Becht, M., Bolton, P. & A. Röell (2007), "Corporate Law and Governance". I A. M. Polinsky & S. Shavell, red., Elsevier North Holland, Amsterdam.
- Bennedsen, M. & K. M. Nielsen (2005), "The Principle of Proportionality: Separating the Impact of Dual Class Shares, Pyramids and Cross-ownership on Firm Value Across Legal Regimes in Western Europe". CBS Working Paper, Köpenhamn.
- Berglund, T., Holmén, M. & R. Rana (2013), "Causes and Consequences of Employee Representation on Corporate Boards". Centre for Finance Working Paper, University of Gothenburg.
- Berglund T. (2014), "Incentives for Complexity in Financial Regulation". *Journal of Risk Finance* 15(2), 102-109.
- Berle, A. & G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- Bhagat, S. & B. S. Black (1999), "The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance". *Business Lawyer* 54(3), 921-963.
- Bhagat, S. & B. S. Black (2002), "The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance". *Journal of Corporation Law* 27(2), 231-273.
- Bhojraj, S., Hribar, P., Picconi, M. & J. McNinnis (2009), "Making Sense of Cents: An Examination of Firms that Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts". *Journal of Finance* 64(5), 2361-2388.
- Bjuggren, P-O., Eklund, J. & D. Wiberg (2007), "Ownership Structure, Control and Firm Performance: the Effects of Vote Differentiated Shares". *Applied Financial Economics* 17(16), 1323-1334.
- Bjuggren, P-O. & J. Palmberg (2010), "The Impact of Vote Differentiation on Investment Performance in Listed Family Firms". *Family Business Review* 23(4), 327-340.
- Black, B. S. (1990), "Shareholder Passivity Reexamined". *Michigan Law Review* 89(3), 520-608.
- Blundell-Wignall, A. (2007), "The Private Equity Boom: Causes and Policy Issues". I OECD *Financial Market Trends* 2007(92), 59-86.
- Bohren, O. & B. A. Odegaard (2003), "Governance and Performance Revisited". ECGI-Finance Working Paper nr 28.
- Brav, O. (2009), "Access to Capital, Capital Structure, and the Funding of the Firm". *Journal of Finance* 64(1), 263-208.
- Burkart, M., & F. Panunzi (2008), "Takeovers". I X. Freixas, P. Hartmann & C. Mayer red., *Handbook of European Financial Institutions and Markets*. Oxford University Press, New York.
- Burkart, M., Gromb, D. & F. Panunzi (1997), "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm". *Quarterly Journal of Economics* 112(3), 693-728.
- Burkart, M. & S. Lee (2008), "The One Share-One Vote: The Theory". *Review of Finance* 12(1), 1-49.
- Burkart, M., Panunzi, F. & A. Schleifer (2003), "Family Firms". *Journal of Finance* 58(5), 2167-2202.

- Bushee, B. J. (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior". *Accounting Review* 73(3), 305–333.
- Cadbury Report (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee and Co. Ltd., London.
- Carlin, W. & C. Mayer (2000), "How Do Financial Systems Affect Economic Performance". I X. Vives, red., *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, New York.
- Celik, S. & M. Isaksson (2013), "Institutional Investors as Owners: Who are They and What Do They Do?". OECD Corporate Governance Working Papers nr 11.
- Coase, R. H. (1960), "The Problem of Social Costs". *Journal of Law and Economics* 3, 1–44.
- Coates, J. C. (2003), "Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?". ECGI-Law Working Paper nr 11.
- COM(2014) 2013. Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM:2014:213:FIN>.
- Cools, S. (2005), "The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers". *Delaware Journal of Corporate Law* 30(3), 697–766.
- Cronqvist, H. & M. Nilsson (2003), "Agency Cost of Minority Shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(4), 695–719.
- Dahlquist, M. & G. Robertsson (2001), "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics". *Journal of Financial Economics* 59(3), 413–440.
- Davies, P. L. (2008), *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. Sweet & Maxwell, London.
- de Jong, A., Kabir, R., Marra, T. & A. Röell (2001), "Ownership and Control in the Netherlands". I F. Barca & M. Becht, red., *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press, New York.
- Denis, D. K. & J. J. McConnell (2003), "International Corporate Governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38(1), 1–36.
- Demsetz, H. (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm". *Journal of Law and Economics* 26(2), 375–390.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & A. Shleifer (2008), "The Law and Economics of Self-Dealing". *Journal of Financial Economics* 88(3), 430–465.
- Doukas J., Travlos N. & M. Holmén (2002), "Diversification, Ownership and Control of Swedish Corporations". *European Financial Management* 8(3), 281–314.
- Dyck, A. & L. Zingales (2004) "Private Benefits of Control: An International Comparison". *Journal of Finance* 59(2), 537–600.
- Edmans, A. (2009), "Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia". *Journal of Finance* 64(6), 2481–2513.

- Ekholm, K. & K. Hakkala (2006), "The Effect of Offshoring on Labour Demand: Evidence from Sweden". Research Institute of Industrial Economics Working Paper nr 654.
- Faccio, M. & L. H. Lang (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations". *Journal of Financial Economics* 65(3), 365–395.
- Fogel, K. S., Lee, K., Lee, W. & J. Palmberg (2013), "Foreign Investors as Change Agents: The Swedish Firm Experience". CESIS Working Paper Series nr 311.
- Franks, J., Mayer, C. & S. Rossi (2005), "Spending Less Time with the Family: The Decline of Family Ownership in the UK". I R. K. Morck, red., *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. University of Chicago Press, Chicago, IL.
- Gillian, S. & L. Starks (2003), "Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective". *Journal of Applied Finance* 13(2), 4–22.
- Gilson, R. J. & J. N. Gordon (2013), "The Agency Cost of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights". Columbia Law School Working Paper nr 438.
- Goergen, M. & L. Renneboog (2001), "Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK". I F. Barca & M. Becht, red., *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press, New York.
- Goergen M. & L. Renneboog (2003), "Why Are the Levels of Control (So) Different in German and U.K. Companies? Evidence from Initial Public Offerings". *Journal of Law, Economics and Organization* 19(1), 141–175.
- Gompers, P. A. & A. Metrick (2001), "Institutional Investors and Equity Prices". *Quarterly Journal of Economics* 116(1), 229–259.
- Graham J. R., Harvey C. R. & S. Rajgopal (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting". *Journal of Accounting & Economics* 40(1), 3–73.
- Grossman, S. J. & O. Hart (1988), "One Share – One Vote and the Market for Corporate Control". *Journal of Financial Economics* 20(1–2), 175–202.
- Gugler, K, red. (2001), *Corporate Governance and Economic Performance*. Oxford: Oxford University Press. New York.
- Haldane A. G. (2011), "The Short Long". Speech by Mr Andrew Haldane, Executive Director, Financial Stability, and Mr Richard Davies, Economist, Financial Institutions Division, Bank of England, at the 29th Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium, Brussels, 11 May 2011.
- Hakkala K., Heyman, F. & F. Sjöholm (2010), "Cross-Border Acquisitions, Multinationals and Wage Elasticities". *Review of World Economics* 146(2), 263–280.
- Hansmann, H. & R. Kraakman (2004), "The End of History for Corporate Law". I J. N. Gordon & M. J. Roe, red., *Convergence and Persistence in Corporate Governance*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Harris, M. & A. Raviv (1988), "Corporate Governance: Voting Rights and Majority Rules". *Journal of Financial Economics* 20(1), 203–235.

- Hellwig, M. (2000), "On the Economics and Politics of Corporate Finance and Corporate Control". I X. Vives, red., *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Henrekson, M. & U. Jakobsson (2001), "Where Schumpeter was Nearly Right – the Swedish Model and Capitalism, Socialism and Democracy". *Journal of Evolutionary Economics* 11(3), 331–358.
- Henrekson, M. & U. Jakobsson (2003), "The Transformation of Ownership Policy and Structure in Sweden: Convergence Towards the Anglo-Saxon Model?". *New Political Economy* 8(1), 73–102.
- Henrekson, M. & U. Jakobsson (2005), "The Swedish Model of Ownership and Corporate Control in Transition". I H. Huizinga & L. Jonung, red., *Who Will Own Europe? The Internationalisation of Asset Ownership in Europe*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Henrekson, M. & U. Jakobsson (2012), "The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline?". *Corporate Governance: An International Review* 20(2), 212–227.
- Hermalin, B. H. & M. S. Weisbach (2003), "Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature". *Economic Policy Review* 9(1), 7–26.
- Hermansson, C. H. (1965), *Monopol och storfinans: de 15 familjerna*. Rabén & Sjögren, Stockholm.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, G. R. & D. Palia (1999), "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance". *Journal of Financial Economics* 53(3), 353–384.
- Hirschman, A. O. (1970), *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Holderness, C. G. (2009), "The Myth of Diffuse Ownership in the United States". *The Review of Financial Studies* 22(4), 1377–1408.
- Holmén, M. & J. D. Knopf (2004), "Minority Shareholder Protection and the Private Benefits of Control for Swedish Mergers". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39(1), 167–191.
- Holmén, M. & P. Högfeldt (2004), "A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings". *Journal of Financial Intermediation* 13(3), 324–358.
- Holmén, M. (2011), "Foreign Investors and Dual Class Shares". Centre for Finance Working Paper, University of Gothenburg.
- Högfeldt, P. (2005), "The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden". I R. K. Morck, red., *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Oxford University Press, Oxford.
- ISS ECGI Shearman & Sterling, (2007), "Report on the Proportionality Principle in the European Union", External Study commissioned by the European Commission, http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm.
- Jakobsson, U. (2012), "Baksidan med Institutionellt Kontrolläggande". Rapport nr 2 Företagsamt Ägande, Svenskt Näringsliv.

- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review* 76(2), 323–329.
- Jensen, M. C. & W. H. Meckling (1976), "The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3(4), 305–360.
- Jonung, L. red. (2002), *Vem skall äga Sverige?*. SNS Förlag, Stockholm.
- Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making: Final Report*, July 2012, tillgänglig genom: <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>
- Khanna, T. & Y. Yafeh (2006), "Business Groups and Risk Sharing around the World". *Journal of Business* 78(1), 301–340.
- Kirzner, I. M. (1979), *Perception, Opportunity, and Profit*. University of Chicago Press, Chicago.
- Knight, F. H. (1921), *Risk, Uncertainty, and Profit*. Houghton Mifflin, Boston, MA.
- Kraakman, R. H., Armour, J., Davies, P., Enriques, L., Hansmann, H., Hertig, G., Hopt, K. J., Kanda, H. & E. B. Rock (2009), "The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach". Oxford University Press, New York.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, Shleifer A. & R. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance". *Journal of Finance* 52(3), 1131–1150.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, & R. Vishny (1998), "Law and Finance". *Journal of Political Economy* 106(6), 1113–1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, & A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership Around the World". *Journal of Finance* 54(2), 471–517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & R. Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance". *Journal of Financial Economics* 58(1–2), 13–27.
- Lekvall, P. (2009), "The Swedish Corporate Governance Model". I *The Handbook of International Corporate Governance*. Institute of Directors, London 2009.
- Li, K., Ortiz-Molina, H., & X. Zhao (2008), "Do Voting Rights Affect Institutional Investment Decisions? Evidence from Dual-Class Firms". *Financial Management* 37(4), 713-745.
- Lindgren, G. (1953), "Shareholders and Shareholder Participation in the Larger Companies' Meetings in Sweden". *Weltwirtschaftliches Archiv* 71(2), 281–298.
- Manne, H. (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control". *Journal of Political Economy* 73(2), 110–22.
- Maury, B. (2004), *Essays on the Costs and Benefits of Large Shareholders in Corporate Governance*. Publications of the Swedish School of Economics and Business Administration nr 127.
- Maury B. & A. Pajuste (2010), "Private Benefits of Control and Dual-Class Share Unifications". *Managerial and Decision Economics* 32(6), 355–369.
- McConnell, J. J. & H. Servaes (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value". *Journal of Financial Economics* 27(2), 595–612.

- McKinsey & Company (2011), "Översyn av statliga riskkapitalaktörer". McKinsey & Company.
- Michaely, R. & M. R. Roberts (2012), "Corporate Dividend Policies: Lessons from Private Firms". *Review of Financial Studies* 25(3), 711–746.
- Miguel, A., Pindado, J. & D. de la Torre (2004), "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain". *Strategic Management Journal* 25(12), 1199–1207.
- Morck, R., Schleifer A. & R. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation. An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics* 20(2), 293–315.
- Morck, R. K. red. (2005), *A History of Corporate Governance around the World. Family Business Groups and Professional Managers*. University of Chicago Press, Chicago.
- Morck, R. K., Wolfenzon, D. & B. Yeung (2005), "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth". *Journal of Economic Literature* 43(3), 655–720.
- Mueller, D. (2003), *The Corporation*. Routledge, London.
- Nachemson-Ekwall, S. (2014), *Fientliga Bud – Teorierna, Maktspelet, Kortsiktigheten*. SNS Förlag, Kristianstad.
- Nachemson-Ekwall, S. (2010), *Corporate Governance in Financial Capitalism. Regulatory Arbitrage in Swedish Cross-Boarder Hostile Takeovers During the Sixth Takeover Wave – What Can We Learn?*. Mimeo, Department of Management and Organization, Stockholm School of Economics.
- NASDAQ OMX (2013), "Ett förbättrat börsnoteringsklimat för Sveriges tillväxt: problemanalys och förslag till åtgärder". NASDAQ OMX Nordic Stockholm, september 2013.
- NASDAQ OMX (2013), "Regelverk för emittenter". NASDAQ OMX Nordic Stockholm, juli 2013.
- Nenova, T. (2003), "The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis". *Journal of Financial Economics* 68(3), 325–351.
- Nickell, S., Nicolitsas, D. & N. Dryden (1997), "What Makes Firms Perform Well?". *European Economic Review* 41(3), 783–796.
- Nilsson, T. (2010), *När Sverige sålde Nobelprisindustrin: Historien om Astra, Pharmacia och Kabi*. SNS Förlag, Stockholm.
- OECD (2014), *Corporate Governance Factbook*, februari, <http://www.oecd.org/daf/ca/corporate-governance-factbook.htm>
- Oxelheim L. & T. Randøy (2003), "The Impact of Foreign Board Membership on Firm Value". *Journal of Banking & Finance* 27(12), 2369–2392.
- Oxelheim, L. & T. Randøy (2013), "Globalization of Monitoring Practices: The Case of American Influences on the Dismissal Risk of European CEOs". *Journal of Economics and Business* 70(Nov–Dec), 3–15.
- Paccos, A. M. (2007), *Featuring Control Power: Corporate Law and Economics Revisited*. Ph.D. Dissertation (24 January 2008), Erasmus University of Rotterdam, available at <http://hdl.handle.net/1765/10907>.

- Pacces, A. M. (2009), "Control Matters: Law and Economics of Private Benefits of Control". ECGI-Law Working Paper nr 131.
- Pacces, A. M. (2012), *Rethinking Corporate Governance; The Law and Economics of Control Powers*. Routledge, New York.
- Poterba, J. & L. H. Summers (1995), "A CEO Survey of U.S. Companies' Time Horizons and Hurdle Rates". *Sloan Management Review* 37(1), 43–53.
- Pålsson, A-M. (2002), "Fondbolagens placeringsbestämmelser och avkastningen på små och stora företag". *Ekonomisk Debatt* 30(5), 439–449.
- Pålsson, A-M. (2012), "Fondbolagen som ägare". Rapport nr 5 Företagsamt Ägande, Svenskt Näringsliv.
- Pindado, J. & C. de la Torre (2006), "The Role of Investment, Financing and Dividend Decisions in Explaining Corporate Ownership Structure: Empirical Evidence from Spain". *European Financial Management* 12(5), 661–687.
- Riksrevisionen (2014), *Statens insatser för riskkapitalförsörjning – i senaste laget*. Riksrevisionens rapport 2014:1.
- Rock, E. B. & M. L. Wachter (2001), "Islands of Conscious Power: Law, Norms and the Self-Governing Corporation". *University of Pennsylvania Law Review* 149(6), 1619–1700.
- Roe, M. J. (1993), "Some Differences in the Corporate Governance Structure in Germany, Japan, and the United States". *Yale Law Journal* 102(8), 1927–2001.
- Rydqvist, K. (1992), "Takeover Bids and the Relative Prices of Shares that Differ in their Voting Rights". *Journal of Banking and Finance* 20(8), 1407–1425.
- Saunders, A. & S. Steffen (2011), "The Costs of Being Private: Evidence from the Loan Market". *Review of Financial Studies* 24(12), 4091–4122.
- SCB (2014), Sveriges Officiella Statistik Statistiska meddelanden, FM 20SM 1401, http://www.scb.se/Statistik/FM/FM0201/2013H02/FM0201_2013H02_SM_FM20SM1401.pdf.
- Schnitzer, M. (1995), "Breach of Trust in Takeovers and the Optimal Corporate Charter". *Journal of Industrial Economy* 43(3), 229–259.
- Shleifer, A. & R. W. Vishny (1986), "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economics* 94(3), 461–488.
- Shleifer, A. & R. W. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance* 52(2), 737–783.
- Short, H. (1994), "Ownership, Control, Financial Structure and the Performance of Firms". *Journal of Financial Surveys* 8(3), 203–249.
- Sinani E., Stafudd A., Thomsen S., Edling, C. & T. Randøy (2008), "Corporate Governance in Scandinavia: Comparing Networks and Formal Institutions". *European Management Review* 5(1), 27–40.
- Sjögren, H. (1995), "Long-Term Financial Contracts in the Bank-Oriented Financial System". *Scandinavian Journal of Management* 10(3), 315–330.
- Smith, A. (1776), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. W. Strahan, London.

- SOU 1988:38, *Ägande och inflytande i svenskt näringsliv*. Huvudbetänkande från ägarutredningen. Fritzes, Stockholm.
- SVCA & PwC (2012), "Private Equity Performance Study 2012: A study of Swedish private equity owned portfolio companies 2005-2011". Svenska Riskkapitalföreningen.
- Svensk kod för bolagsstyrning (2010), Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Stockholm, <http://www.bolagsstyrning.se>.
- Söderström H. Tson, red. (2003), *Ägarmakt och omvandling: Den svenska modellen utmanad*. SNS Förlag, Kristianstad.
- Thomsen, S. & T. Pedersen (2000), "Ownership Structure and Performance in the Largest European Companies". *Strategic Management Journal* 21(6), 689–705.
- Tirole, J. (2001), "Corporate Governance". *Econometrica* 69(1), 1–35.
- Weir, C. & D. Laing (2003), "Ownership Structure, Board Composition and the Market for Corporate Control in the UK: An Empirical Analysis". *Applied Economics* 35(16), 1747–1759.
- Vermeulen, E. (2013), "Beneficial Ownership and Control: A Comparative Study – Disclosure, Information and Enforcement". OECD Corporate Governance Working Papers nr 7.
- Wiberg, D. (2008), *Institutional Ownership – the Anonymous Capital: Corporate Governance and Investment Performance*. Ph.D. Dissertation in Economics Jönköping International Business School (JIBS), JIBS Dissertation Series nr 048.
- Williamson, O. E. (1963), "Managerial Discretion and Business Behaviour". *American Economic Review* 53(5), 1032–1057.
- Williamson, O. E. (1964), *The Economics of Discretionary Behaviour: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Villalonga, B. & R. Amit (2006), "How do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?". *Journal of Financial Economics* 80(2), 385–417.
- Zingales, L. (1998), "Corporate Governance". I P. Newman, red., *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* vol. 1. Macmillan, London.

www.svensktnaringsliv.se

Storgatan 19, 114 82 Stockholm

Telefon 08-553 430 00

För information om projektet Företagsamt ägande kontakta
Anders Ydstedt, anders.ydstedt@svensktnaringsliv.se