

IFN Policy Paper nr 48, 2011

Globaliseringen och eroderingen av den svenska modellen för bolagsstyrning

Magnus Henrekson och Ulf Jakobsson

Globaliseringen och eroderingen av den svenska modellen för bolagsstyrning*

Magnus Henrekson och Ulf Jakobsson

22 mars 2011

I denna artikel undersöker vi hur den dominerande svenska kontrollmodellen för börsnoterade företag påverkas av globaliseringen av de finansiella marknaderna. Effekterna är flerdimensionella och vi ser ingen konvergens mot en anglosachsisk modell med spritt ägande och ledningsstyre. Istället är det kontrollmodeller utanför den svenska börsen som växer snabbast: utländskt ägande och ägande via private equity. Efter att den svenska börsen kraftigt ökade i betydelse under 1980- och 90-talen är betydelsen återigen minskande. Istället för att nödvändiga anpassningar av regelverken gjorts för att säkerställa att börsen ska fungera effektivt även under nya omständigheter har en anpassning av ägar- och kontrollstrukturen ägt rum.

Om författarna: Magnus Henrekson är professor och vd för Institutet för Näringslivsforskning (IFN). Han forskar huvudsakligen kring förklaringar till ekonomisk tillväxt och företagsklimatets institutionella bestämningsfaktorer. Ulf Jakobsson är docent i nationalekonomi och forskare vid IFN.

Institutet för Näringslivsforskning (IFN)

Box 55665

SE-102 15 Stockholm

Tel: 08-665 65 00

Fax: 08-665 45 99

e-post: Magnus.Henrekson@ifn.se och Ulf.Jakobsson@ifn.se

* Vi tackar Sophie Nachemson-Ekwall, Mats Isaksson, Sven-Ivan Sundqvist, Ragnar Boman, Tomas Nicolin och Daniel Waldenström för värdefulla synpunkter, Aron Berg för assistenthjälp och Jan Wallander och Tom Hedelius Stiftelse för finansiellt stöd. Artikeln bygger i hög grad på Henrekson och Jakobsson (2011). Den läsare som vill ha fylligare referenser och källhänvisningar hänvisas till detta arbete.

I Sverige betraktas det av de flesta som självklart att kontrollen och styrningen av ett företag tillkommer dess ägare. Det talas ofta om vikten av starka och tydliga ägare som "tar ägaransvar". Företag utan kontrollägare anses ha en "oklar ägarsituation", vilket betraktas som ett problem som på ett eller annat sätt bör lösas. I kapitalismens och företagandets högborg USA är synen på ägandet i börsnoterade företag helt annorlunda. Där betraktas istället ett spritt ägande – där kontrollmakten ligger hos företagsledningen – som det naturliga tillståndet. Nästan alltid sitter också stora delar av företagsledningen i styrelsen. I Storbritannien är normen spritt ägande; kontrollen och styrningen av företaget utövas i regel av en från ägarna oberoende styrelse. Kontrasten mot Sverige är närmast total. Här får endast vd representera ledningen i styrelsen, och inte ens det är numera typiskt.

Många har hävdats att globaliseringen kommer att leda till att snart sagt alla länder kommer att konvergera mot den anglosachsiska modellen. Detta har dock ännu inte skett. Den specifika frågeställningen i denna artikel är att förstå *varför* så inte har skett i Sverige. På den svenska börsen är kontrolläggande fortfarande den helt dominerande formen för bolagsstyrning.

Den internationella finansiellitteraturen om och kring bolagsstyrning domineras av det anglosachsiska perspektivet. I Berle och Means (1932) klassiska arbete *The Modern Corporation and Private Property*, lades den teoretiska grunden för att betrakta den amerikanska styrningsmodellen som den naturliga för ett stort börsnoterat företag i en modern marknadsekonomi. En rationell investerare som vill maximera avkastningen på sin portfölj vid en viss risknivå bör diversifiera densamma. Därför kan man inte förvänta sig att en enskild investerare är beredd eller har möjlighet att inneha en post i ett företag som är tillräckligt stor för att utöva ägarkontroll. Skulle detta ändå inträffa bör den rationelle investeraren undvika att ta på sig ägarkontrollen, därför att hon därmed blir inlåst i en enskild placering. Därtill är ägarkontrollen behäftad med en kostnad och det naturliga är då att kontrollen av företaget överläts till en företagsledning, som bekostas *pro rata* av alla ägare.

En logisk följd av detta tänkande är att vi endast kan förvänta oss att bolagsstyrningen utövas av någon enskild ägargruppering om denna har möjlighet att berika sig själv på minoritetsägarnas bekostnad. Detta bygger i sin tur på att det finns ett regelverk eller en tillsyn som ger ett svagt skydd för minoritetsägarna. Med detta synsätt är det naturligt att kontrolläggande i börsnoterade företag kom att betraktas som en anomali i den anglosachsiska finansiellitteraturen. När La Porta m fl (1999) visade att kontrollägandet var den helt dominerande modellen för bolagsstyrning världen över, betraktades detta också som något av ett forskningsgenombrott; i själva verket är (olika varianter av) Berle–Means-modellen förhärskande endast i de anglosachsiska länderna.

La Porta m fl (1999) förklarar detta med att de icke-anglosachsiska länderna hade ett regelsystem som gynnade kontrollägare på minoritetsägarnas bekostnad. En naturlig följd av detta synsätt är att avregleringarna och internationaliseringarna av finansmarknaderna

bör leda till en konvergens världen över mot den anglosachsiska styrningsmodellen. Med en alltmer gränslös kapitalmarknad dominerad av institutionella placerare med ett anglosachsiskt perspektiv kommer ländernas regelsystem att reformeras i riktning mot minskad favorisering av kontrolläggande. Därtill kommer att de internationella finansmarknaderna i sig blir allt mer betydelsefulla för de börsnoterade företagen i alla länder. Därmed kan vi förvänta oss en konvergens i ägarstyrningen av de börsnoterade företagen världen över (Hansmann och Kraakman 2004).

Trots de starka principiella argumenten finns idag få tecken på konvergens av den faktiska bolagsstyrningen. Detta är desto mera anmärkningsvärt med tanke på att det inte minst inom EU-området har skett flera regelförändringar i riktning mot den anglosachsiska normen. Sverige är ett exempel på detta. Här är skyddet för minoritetsägare numera starkt. På börsen är däremot kontrolläggande den helt dominerande styrningsmodellen. Det kan med andra ord se ut som om globaliseringen i stort sett inte har haft några effekter på bolagsstyrningen i Sverige. Detta är emellertid en felsyn. I denna artikel argumenterar vi för att globaliseringen lett till omfattande förändringar av den svenska bolagsstyrningen. De förändringar och förhållanden vi vill peka på kan sammanfattas i följande punkter:

1. Den traditionella svenska bolagsstyrningsmodellen baserad på "gammalt kapital" nådde sin höjdpunkt i början av 1990-talet och har därefter befunnit sig på tillbakagång.
2. Avregleringarna och en omläggning av politiken i marknadsekonomisk riktning ledde till en dramatisk ökning av värdena på börsen. Detta bidrog till skapandet av en rad nya förmögenheter som var tillräckligt stora för att utgöra en bas för kontrolläggande på börsen.
3. Spritt ägande där kontrollen utövas av företagsledningen (*management control*; fortsättningsvis benämnt ledningsstyre) verkar inte vara en hållbar modell för bolagsstyrning i svenska börsnoterade bolag.
4. Kontrollmodellerna med den snabbaste tillväxten i Sverige under de senaste decennierna återfinns utanför den svenska börsen.
5. Efter en kraftig vitalisering av den svenska börsen under 1980- och 90-talen börjar den återigen avta i betydelse.

1. De traditionella ägargruppernas reträtt

De utdelningsrätter som en ägare har i ett företag är vanligen strikt proportionella till ägarens egen kapitalinsats. För att samma samband skall gälla kontrollrätter krävs att alla aktier har samma röstetal. Det finns flera mekanismer som kan skapa skillnader mellan kontrollrätter och utdelningsrätter. De vanligaste i Sverige är rösträttsdifferentiering och

ask-i-ask-ägande (*pyramiding*). Ofta kombineras dessa metoder för att med en relativt måttlig kapitalinsats möjliggöra kontrollägande.

Ett skäl som anförts för att vi bör förvänta oss en konvergens till följd av globaliseringen är att denna skapar svårigheter för aktieägare som bygger sin ägarkontroll på ett stort gap mellan utdelningsrätter och kontrollrätter.¹ Den ökade tillgång till finansiering som globaliseringen skapar minskar incitamenten att finansiera en expansion med kvarhållna vinstmedel. Den som bygger sin kontroll på ett gap mellan utdelningsrätter och kontrollrätter hamnar därmed i ett dilemma. Nyemissioner för att finansiera en expansion medför en utspädning av kontrollposten, vilket underminerar ägarpositionen. Alternativet är att avstå från nyemissioner, men då förbigår kontrollägaren affärsmöjligheter. Båda alternativen bidrar därför till att minska betydelsen av kontrollägandet.

Användningen av aktier med differentierad rösträtt för att säkerställa koncentrerad kontroll ökade successivt under efterkrigstiden – se *tabell 1*. Andelen närmade sig 90 procent i början av 1990-talet. Andelen har sjunkit kraftigt på senare år och var 2010 nere på 49 procent. Den har stigit något de två senaste åren, beroende på att den kraftiga minskningen i antalet börsnoterade företag främst gäller företag med ett aktieslag. Bland de nytillkomna bolagen på senare år är andelen med differentierad rösträtt klart lägre. Det typiska i Sverige är inte längre att grundarna vid en börsnotering behåller makten genom att i första hand emittera aktier med lägre rösträtt.²

Denna endogena anpassning mot minskad användning av aktier med differentierad rösträtt är ett svar på att företag med A/B-aktier värderas lägre (Holmén och Nivorozhkin 2007). Burkart och Lee (2008) finner i en omfattande genomgång av forskningslitteraturen att det visserligen är bra ur värderingssynpunkt med en ägare som har incitament att utöva kontroll över företagsledningen, men att mycket talar för att detta inte bör ske med hjälp av A/B-aktier.

En faktor som torde ha bidragit till att minska värdet på företag med A/B-aktier är budplikten, dvs skyldigheten för en ägare som uppnår en viss rösträttsandel (30 procent) genom köp av en kontrollpost att ge samma erbjudande till samtliga aktieägare.

Tabell 1 Procentandel börsnoterade bolag på Stockholmsbörsen med aktier med differentierad rösträtt, valda år 1950–2010

¹ Se t ex Denis och McConnell (2003) och Giannetti och Simonov (2006).

² Sedan 2009 stipulerar också de svenska uppköpsreglerna att samma pris ska erbjudas både A- och B-aktier vid offentliga bud på noterade bolag. Detta kan förmodas att ytterligare bidra till att minska värdet av att ha aktier med differentierad rösträtt.

År	Andel	Antal ftg	År	Andel	Antal ftg
1950	18	91	1986	74	217
1963	29	112	1992	87	202
1968	32	146	1998	63	304
1972	36	134	2006	46	295
1977	44	130	2008	46	299
1981	54	128	2010	49	255

Anm: Företag noterade på NGM-listan är inkluderade.

Källa: Henrekson och Jakobsson (2011).

Situationen för svenska investmentbolag kan betraktas som ett specialfall av det förhållande som just beskrivits. De ledande svenska investmentbolagen handlas med en stor rabatt jämfört med nettovärdet på deras tillgångar.³ Det finns flera förklaringar till denna rabatt. Den mest närliggande förklaringen är att rabatten reflekterar nuvärdet av de kostnader som den investerare får, som åtar sig ett ägaransvar i de bolag hon har investerat i. Vilken förklaringen än är gör rabatten det ekonomiskt irrationellt för investmentbolag att genomföra nyemissioner och denna expansionsväg är därför stängd. Omstruktureringar i portföljen av kontrollinnehav möter också svårigheter.

När kontrollposter säljs kan intäkterna sällan användas till att köpa nya kontrollposter i andra noterade bolag. Från och med 1999 har köp av kontrollposter försvårats genom införande av budplikt.⁴ Det minskande antalet företag med fler än ett aktieslag bidrar också till att göra det svårare att förvärva kontrollposter i börsbolag.

De förhållanden vi pekar på har också slagit igenom i ett minskat *relativt* inflytande för de traditionella svenska ägargrupperingarna. Familjen Wallenberg har länge setts som inkarnationen av den svenska ägarmodellen. Vid slutet av 1990-talet nådde det relativa ägarinflytandet på Stockholmsbörsen för denna grupp sin höjdpunkt. Gruppen hade då kontrollposter i företag som värdemässigt utgjorde 42 procent av värdet på Stockholmsbörsen (Agnblad m fl 2001). Motsvarande andel hösten 2010 var 16–17 procent.⁵ En mera systematisk bild av det traditionella svenska kontrollägandets tillbakagång ges i *tabell 2*.

³ Rabatten är heller inget nytt fenomen. Den har långsiktigt legat på ca 20 procent (Högfeldt 2005; Karlsson och Myrberg 1985).

⁴ För närvarande innebär budplikten att en ägare måste lägga bud på samtliga aktier i bolaget så snart 30 procent av rösterna kontrolleras.

⁵ I denna siffra ingår Ericsson med hela sitt värde. Om vi beaktar att kontrollen av Ericsson delas med Industrivärden genom att ta med hälften av Ericssons värde i Wallenberg-gruppens ägarsfär blir siffran istället ett par procentenheter lägre.

Tabell 2 Investmentbolagens kontroll på Stockholmsbörsen, 1986–2010: samtliga investmentbolag samt summan av Investor och Industrivärden inom parentes (%)

År	Andel av börsvärdet kontrollerat av inv.bolag	Inv.bolagsägda aktiers andel av totala börsvärdet	Kontroll/kapital
1986	70,1 (47,6)	6,2 (3,2)	11,4 (14,8)
1993	83,2 (62,9)	4,8 (3,7)	17,2 (17,2)
2000	57,0 (49,3)	2,6 (2,2)	22,3 (23,4)
2005	51,3 (44,2)	9,1 (7,2)	5,6 (6,1)
2010	48,0 (36,3)	8,1 (5,3)	5,9 (6,8)

Anm: För 2005 och 2010 har följande investmentbolag inkluderats: Investor (+ direkt kontroll av Wallenbergstiftelser); Industrivärden, Latour, Säki, Melker Schörling AB (endast 2008), Lundbergs, Kinnevik, Traction, Bure och Öresund.

Källa: Högfeldt (2005, Tabell 9.6) för 1986, 1993 och 2000; Fristedt och Sundqvist (2006) för 2005 och SIS Ägarservice och egna beräkningar för 2010 (avser 10-09-30).

Tabellen visar utvecklingen för de börsnoterade investmentbolagens ägarandelar på börsen 1986–2010. Den sista kolumnen ger kvoten mellan kontrollrätter och utdelningsrätter. Vi ser att investmentbolagen generellt mötte globaliseringen genom att öka den angivna kvoten kraftigt. Genom att utnyttja denna hävstång maximalt lyckades man inledningsvis öka kontrollen över Stockholmsbörsen. Därefter har de faktorer vi pekat på slagit igenom med full kraft, vilket för de ägargrupper som tabellen täcker lett till ett kraftigt minskat kontrolläggande på börsen.

2. De nya miljardärerna

Ett viktigt skäl till att kontrollägandet, trots investmentbolagens minskande betydelse, fortfarande är dominerande på Stockholmsbörsen är de många nya miljardförmögenheter som skapades i anslutning till avregleringen av de finansiella marknaderna och den följande spektakulära börsuppgången.

Värderingarna på Stockholmsbörsen låg under senare delen av 1970-talet på en historisk bottenivå.⁶ En förklaring var den generellt svaga ekonomiska utvecklingen under 1970-talet. En annan var att den ekonomiska politiken då starkt missgynnade företagsvinster och privat förmögenhetsbildning.⁷

I slutet av 1970-talet påbörjades en liberalisering och ökad marknadsinriktning av den ekonomiska politiken. Utvecklingen i Sverige var i detta avseende en del av en internationell

⁶ Tobins q (kvoten mellan ett företags marknadsvärde och återanskaffningsvärdet av dess tillgångar) beräknas vid denna tid ha uppgått till 30 procent. P/e-talen för börsföretagen låg kring fyra och i vissa företag så lågt som två.

⁷ Se t ex Lindbeck (1997), Johansson och Magnusson (1998) och Henrekson och Jakobsson (2001).

strömning med en lång och kraftig börsuppgång i så gott som alla industriländer. Den svenska börsens låga utgångsvärdering bidrog till att uppgången blev väsentligt kraftigare än i de ledande länderna. Stockholmsbörsen hade under 1980-talet en värdetillväxt som var nästan tre gånger större än New York-börsen. Förlänger vi perspektivet till att omfatta 1990-talet var Stockholmsbörsens uppgång fem gånger större än New York-börsens. Under denna period 56-faldigades avkastningsindex (inkluderar återinvesterade utdelningar) på Stockholmsbörsen.

En person som i slutet av 1970-talet hade ett måttligt aktieinnehav kunde därmed skapa sig en mindre förmögenhet bara genom att behålla de aktier som hon hade inledningsvis. För de finansiella aktörer som var aktiva och satsade rätt gav uppgången än större utdelning. Efter en lång period under vilken börsen ur finansieringssynpunkt var i det närmaste irrelevant för företagen ökade nyemissioner och börsintroduktioner kraftigt. Detsamma gällde uppköp och samgåenden.⁸ I detta klimat blev det möjligt att skapa förmögenheter som vida översteg vad som gavs av indexutvecklingen på Stockholmsbörsen.⁹

Under denna period skapades ett antal förmögenheter som var tillräckligt stora för att utgöra basen för ett kontrolläggande på börsen. Detta illustreras av *tabell 3* där vi listar alla individuella kontrollägare på Stockholmsbörsen under perioden 2007–09, vars förmögenhet skapades efter 1979 och vars registrerade förmögenhet i varje fall någon gång under perioden 2007–09 översteg 1 miljard.

⁸ För en närmare redogörelse för den skisserade utvecklingen i dessa avseenden hänvisas till Holmén och Högfeldt (2005) och Agnblad m fl (2001).

⁹ Roine och Waldenström (2009) visar att värdestegringen på den svenska börsen under denna tidsperiod gav ett bidrag till förmögenhetstillväxten som var unikt såväl i ett internationellt som i ett svenskt historiskt perspektiv.

Tabell 3 Kontrollägare på Stockholmsbörsen med en personlig förmögenhet överstigande en miljard kr 2007–09, förmögenhet grundad efter 1979 och kontrollerade företag.

Familj/person	Grundad år	Nettoförm. (miljarder kr)	Grundade eller kontrollerade bolag
Arnhult, Rutger	1987	3,3	Corem Property Group, M2 Gruppen
Arnhög, Mats	1980	2,0	Active Biotech, MGA Holding
Bennet, Carl	1989	5,1	Elanders, Getinge
Bjäringer, Martin	1990-talet	1,3	Björn Borg, Doro
Brandberg, Christer	1981	1,6	Axis, Senea
Douglas, familjen	1980	22,5	Latour, Säkl, Assa Abloy, Securitas
Elam Håkansson, Peter	1997	1,0	East Capital
Hagströmer, Sven	1981	1,7	Öresund, HQ Bank, Avanza
Hansen, Johan	1990-talet	2,6	Rörvik Timber
Holmström, Birgitta	1990	1,5	Atrium Ljungberg
Ljungberg, Åke	1990	1,5	Atrium Ljungberg
Hopkins, Thomas	2000	1,1	Realia
Hörnell, Erik	1999	1,3	Ongame
Jansson, Torsten	1990	1,7	New Wave
Johansson, Sven-Olof	1988	1,2	Fast Partner
Karlsson, Therese	1984	1,1	Axis
Lidell, Claes	1999	1,3	Ongame
Lindqvist, Bertil	1984	1,2	PA Resources
Norfeldt, Sven	1988	1,4	Capinova, Riddarhyttan
Perlhagen, Carl	1991	1,1	Meda
Qviberg, Mats	1990	1,0	Öresund, HQ Bank, Avanza
Schörling, Melker	1987	10,0	MSAB, Hexagon, Hexpol, Assa Abloy, Securitas, Aarhus Karlshamn, Bong
Selin, Erik	1992	9,3	Balder/Din Bostad
Ström, Anders	1993	1,2	Unibet
Tigerschiöld, Dag	1980	1,1	Skanditek
Weil, Robert	1980	3,0	Proventus
Ågerup, Bengt	1987	1,9	Q-Med

Anm: I de flesta fallen avser nettoförmögenheten 2009. I flera fall har kontrollägandet avvecklats. Nettoförmögenhet definieras som bruttoförmögenhet minus avdrag för kända skulder. Kunskapen om skulderna är osäkrare än om tillgångarna, vilket gör att skattningen i vissa fall kan antas vara i överkant.

Källa: Fristedt och Sundqvist (2008, 2009), Waldenström (2010) och Roine och Waldenström (2009).

Därtill kommer att vitaliseringen av börsen och börsuppgången bidrog till att kraftigt förstärka förmögenhetsställningen för ett antal första eller andra generationens företagare, vilka hade en etablerad förmögenhetsställning redan före 1980. Mycket talar för att förmögenhetstillväxten bidrog till att dessa kunde etablera sig som kontrollägare på börsen i väsentligt större skala än tidigare. Bland dessa kan nämnas Fredrik Lundberg med familj (Holmen, Lundbergs, Hufvudstaden, Cardo; 18 miljarder kr), Dan Sten Olsson med familj (Concordia, Beijer Electronics, Midelfart Sonesson, Gunnebo; 24 miljarder), Antonia Ax:son Johnson (Mekonomen, Axfood; 45 miljarder), Erik och Mats Paulsson (Peab, Skistar, Brinova;

6,3 miljarder), Jörn, Finn och Kirsten Rausing (Alfa Laval; 120 miljarder), Stefan Persson med familj (H&M; 225 miljarder) Jenny Lindén (Beckers, Höganäs; 3,2 miljarder).¹⁰

Om synfältet begränsas till börsen har sålunda den reträtt för de traditionella kontrollägarna som vi påvisade i föregående avsnitt motsvarats av ett inflöde av nya kontrollägare. Detta inflöde har möjliggjorts av den unika kursuppgången på Stockholmsbörsen under 1900-talets sista decennier. Det är därför rimligt att tro att detta inflöde av nya miljardärer också är en engångsföreteelse.

3. Oförmånlig miljö för ledningsstyre

Trots det beskrivna inflödet av nya miljardärer på Stockholmsbörsen är det institutionella ägandet fortfarande helt dominerande om vi ser till den ägda volymen av kapital och utdelningsrätter. Under de senaste åren har hushållens andel av börsägandet räknat på detta sätt uppgått till ca 13 procent. Resten utgörs av institutionellt svenskt ägande eller utländskt ägande. Det institutionella ägandet dominerar även bland de utländska ägarna. Detta förhållande, i kombination med de starka principiella argumenten för konvergens mot den anglosachsiska modellen, kan tyckas bädda för en kraftfull utveckling mot ledningsstyrda företag med spritt ägande. Så har dock inte skett – kontrollägandet fortsätter att dominera. *Tabell 4* visar olika aspekter av utvecklingen av företag utan kontrollägare sedan 1988. En viss uppgång kan noteras i antalet "ägarlösa" företagen, men sett till andelen av värdet är utvecklingen den omvända. Andelen ägarlösa företag utgjorde i februari 2011 mindre än tre procent av det totala börsvärdet.

Verkligheten ligger långt från konvergenshypotesens förutsägelser. Bilden är likartad i många andra länder där kontrollägandet historiskt sett dominerat, vilket lett till en omfattande diskussion kring orsakerna till den gamla modellens persistens i den icke anglosachsiska världen.¹¹

¹⁰ Från *Veckans Affärer*s lista över svenska miljardärer från oktober 2010: <http://www.va.se/nyheter/bildspel/2010/09/sveriges-miljardarer/>. Det totala antalet svenska miljardärer beräknas där till 106 år 2010. Beloppen inom parentes hänför sig till total nettoförmögenhet, inte till värdet av kontrollposterna i svenska börsnoterade företag.

¹¹ För en översikt och systematisering av denna diskussion, se Carlin (2009).

Tabell 4 Betydelsen av "ägarlösa" företag på Stockholmsbörsen 1988, 1993, 1998, 2003, 2008 och 2011.

	1988	1993	1999	2003	2008	2011
Antal noterade företag	239	194	316	301	271*	234*
Antal ägarlösa företag	5	7	9	31	23	19
Marknadsvärde hela börsen (miljarder kr)	618	893	2 368	2 115	2 091	4 412
Marknadsvärde ägarlösa företag (miljarder kr)	90,5	95,7	27,4	15,6	35,6	131,1
Andel av totalt antal (%)	2,1	3,6	2,8	10,3	8,5	8,1
Andel av värdet (%)	14,7	10,7	1,2	0,73	1,7	2,9

Anm: Ett företag definieras som ägarlost om ingen ägare har minst 10 % av rösterna eller kapitalet. Den stora nedgången i värdet på de herrelösa företagen mellan 1993 och 1998 förklaras av att Volvo och SEB fick en dominerande ägare under denna period (Renault S.A. respektive Investor). Swedbank har ej räknats som ägarlost 2011, eftersom Folksam Liv och Folksam Sak samt Sparbanker och Sparbanksstiftelser som tillsammans äger drygt 20 % av aktierna deklarerat att de avser utgöra "en stabil och långsiktig ägargrupp i Swedbank med gemensam målsättning med ägandet" (pressmeddelande 09-12-30). * Antalet noterade företag är lägre än i tabell 1 p g a att företagen på NGM-börsen ej ingår. Data för 2011 avser läget den 2011-02-16.

Källa: Sundqvist (1989), Sundin och Sundqvist (1994, 1999), Fristedt och Sundqvist (2004, 2009) och SIS Ägarservice.

En förklaringsmodell återfinns vi inom ramen för den litteratur som behandlar *varieties of capitalism*.¹² Grundhypotesen här är, som namnet anger, att det finns olika modeller inom ramen för en kapitalistisk marknadsekonomi. I varje modell finns en stark komplementaritet mellan modellens olika delar. Därför kan man förvänta sig stora trögheter när det gäller förändringar i någon enskild del. Sveriges återfinns inom gruppen "koordinerade marknadsekonomier" (CME). Detta står i motsats till "liberala marknadsekonomier" (LME). Det slags ägarstyrning som Sverige har ses som typiskt för CME:er och hänger enligt teorin ihop med sättet att reglera arbetsmarknaden, att bedriva löneförhandlingar osv. Så länge de andra delarna är på plats låter sig en enskild del inte med lätthet ändras.

En närliggande förklaringsmodell har lanserats av Roe (2003). Han hävdar att det finns ett starkt samband mellan arbetarrörelsens ställning i ett land och ägarkoncentration och kontrolläggande. Med andra ord: ju längre till vänster om den politiska mittlinjen ett land ligger, desto mer dominerande är kontrolläggandet som bolagsstyrningsmodell. Roe hävdar att ju starkare ställning arbetarrörelsen har i ett land, desto svårare är det för företagsledningen att få legitimitet för ett agerande som i allt väsentligt endast bygger på marknadsmässiga och kommersiella överväganden. I ett sådant samhälle kan man heller inte förvänta sig en acceptans för det slags ersättningsystem som krävs för att en från ägarna fristående företagsledning ska förmås att enbart arbeta för att maximera aktievärdet. Ledningsstyrda företag i länder som Sverige kan därför inte drivas på ett sätt som ger aktieägarna en avkastning som motsvarar företagets potential. Därmed tenderar "herrelösa"

¹² För en introduktion och översikt, se Hall och Soskice (2001).

företag att bli uppköpta av företag som arbetar enligt någon styrningsmodell som är bättre anpassad till den miljö i vilken företaget verkar.

Roe finner starkt empiriskt stöd för sin hypotes. Den politiska variabeln representeras av index som mäter arbetarrörelsens inflytande i de olika länderna eller hur långt till vänster om mittlinjen ett lands politik ligger. Sverige hamnar genomgående långt till vänster i dessa mätningar. Samtidigt tillhör Sverige de länder där maktkoncentrationen är störst och kontrollägandet mest dominerande.

Vi har på andra ställen visat att de socialdemokratiska regeringarna i Sverige medvetet förde en politik som gynnade en koncentration av kontrollägandet.¹³ Sedan 1990-talets början har dock politiken på flera av de områden vi tagit upp blivit mera neutral.

Den teoretiska argumentationen för konvergens mot den anglosachsiska modellen bygger i hög grad på antagandet att kontrollägande får svårare att hävda sig i en alltmer globaliserad värld. Vår analys understryker behovet av att också fråga sig om det i de länder som förväntas konvergera finns legala förutsättningar för ett livskraftigt ledningsstyre.

I USA är uppenbarligen förutsättningarna goda. Där är det vanligt att styrelse och ledningsgrupp i företaget sammanfaller. Också när personer utanför ledningsgruppen återfinns i styrelsen är vd ofta styrelseordförande. Amerikanska företagsledningar har också medel till sitt förfogande för att försvara sin ställning vid en uppköpssituation. De kan exempelvis med hjälp av företagets resurser aktivt skaffa sig fullmaktsröster bland aktieägarna (*proxy votes*) för att försvara sin ställning. De kan använda en rad metoder för att göra ett uppköp kostsamt, s k giftpiller, och styrelsen är ofta vald på rullande treårsmandat, vilket innebär att det tar lång tid att få en styrelse utbytt.

Även i Storbritannien dominerar ledningsstyre. Vd och ledningsgruppen har där inte samma starka ställning som i USA. Styrelsens ställning är dock mycket stark och den är inte direkt beroende av ägarna. Regelverket föreskriver att minst halva styrelsen skall vara oberoende av alla betydande ägarintressen. Därtill ingår ofta ett par personer från ledningsgruppen (CEO och CFO) i styrelsen. Ledamöterna i styrelsen är i regel valda på relativt långa, överlappande perioder, vilket blir ett hinder för direkt ägarkontroll vid exempelvis en uppköpssituation. Också i Storbritannien kan ledningen/styrelsen med hjälp av företaget resurser skaffa sig fullmaktsröster.¹⁴

Företagsledningens ställning i Sverige är radikalt annorlunda. Var och en som kan uppbåda en majoritet på den årliga bolagsstämman kan genomdriva val av ny styrelse. Denna kan i sin tur byta ut den sittande företagsledningen. Vd kan sitta i företagsstyrelsen, men gör det oftast inte.¹⁵ Vd har därför endast en stark ställning så länge denne backas upp av en

¹³ Henrekson och Jakobsson (2001, 2005).

¹⁴ För en översikt av lagstiftningen i USA, Storbritannien, Sverige, Nederländerna och Italien i dessa avseenden, se Paccès (2007).

¹⁵ Enligt Fristedt och Sundqvist (2010) sitter vd *inte* i styrelsen i 55 procent av de noterade bolagen.

kontrollägare. Vd är helt underställd styrelsen och styrelsen är helt underställd bolagsstämman. Vd har sålunda inte någon formell plattform för att på egen hand inleda förhandlingar med olika ägargrupperingar. Det tillhör vidare svensk företagskultur att vd inte agerar i "ägarfrågor". Det direkta genomslaget för förändrade ägarförhållanden på den beslutande bolagsstämman i ett företag utan kontrollägare gynnar kortsiktiga aktörer som på stämman kan genomföra kuppaktade förändringar i styrningen av företaget. I ett företag utan kontrollägare är det därför svårt för företagsledningen att hålla fast vid en långsiktig strategi för att uppnå företagets fulla potential; företaget blir ett naturligt byte för olika former av uppköp. Denna tendens har också förstärkts på senare år genom institutionernas inflytande i valberedningar till styrelser och att de i sitt agerande blivit mer kortsiktiga och indexfokuserade.¹⁶

En slutsats av *tabell 3* är att spritt ägande med ledningsstyre inte är en livskraftig modell för bolagsstyrning i Sverige. Vi har lyft fram flera, kompletterande förklaringar till detta förhållande. Det torde, som påpekats av Paccès (2007), stå klart att den svenska lagstiftningen i det närmaste omöjliggör ledningskontroll i börsnoterade företag med spritt ägande.

4. Snabbväxande kontrollmodeller utanför börsen

Diskussionen om konvergens förs ofta under den implicita förutsättningen att alla förändringar sker inom gruppen noterade företag, vilket ger en missledande bild av det faktiska skeendet. De två kontrollmodeller som på senare tid vuxit snabbast i Sverige återfinns utanför den svenska börsen.

Den första av dessa är *dotterbolagsmodellen*. Företaget styrs här som ett dotterbolag till ett utländskt företag. Denna kontrollform har befunnit sig i snabb tillväxt alltsedan det regelverk som försvårade utländskt ägande av svenska företag avvecklades i början av 1990-talet. Vid ett utländskt uppköp ändras företagets styrning och struktur i grunden. Antag att det svenska företaget A förvärvas av det utländska företaget B. Efter övertagandet kommer en ny företagsgrupp att formeras med (vanligen) huvudkontoret i Bs hemland. Den svenska aktiviteten i det gamla företaget A äger nu rum i ett helägt dotterbolag till B. As tidigare dotterbolag integreras i Bs internationella nätverk av dotterbolag. Vanligtvis kommer den tidigare svenska verksamheten i A att vara en del av denna integration. Det nya företaget får sin huvudnotering i Bs hemland, medan A avnoteras från Stockholmsbörsen. Ett stort antal svenska – inte minst börsnoterade – företag har under de senaste decennierna genomgått denna transformation. Andelen anställda i utlandsägda företag har ökat från ca 10 procent

¹⁶ Detta analyseras ingående av Isaksson (2011) och Nachemson-Ekwall (2010). Se också Kallifatides, Nachemson-Ekwall och Sjöstrand (2010) och Carlsson (2007).

vid mitten av 1990-talet till nästan 25 procent 2009. I företag med fler än 200 anställda är andelen anställda i utländska företag över 40 procent.¹⁷

Den andra snabbt expanderade kontrollformen när det gäller företagsstyrning är ägande via *riskkapitalbolag/private equity (PE)*. Riskkapitalbolagens växande betydelse illustreras i *tabell 5*. De företag som är intressanta här är de s k utköpsföretagen (*buyout*). År 2008 beräknades de riskkapitalägda bolagen ha ca 180 000 anställda i Sverige och nästan 700 000 anställda utomlands.

Tabell 5 Betydelsen av riskkapitalägandet i svenskt näringsliv, 1992, 1996, 2004 och 2008.

År	Antal anställda i Sverige (1000-tal)			Andel av sysselsättning i näringslivet	Antal anställda i andra länder (1000-tal)		
	Venture capital	Utköp	Totalt		Venture capital	utköp	Totalt
1992	i.u.	i.u.	30,6	1,1 %	i.u.	i.u.	i.u.
1996	i.u.	i.u.	59,3	2,2 %	i.u.	i.u.	i.u.
2004	5,3	112	117,3	4,6 %	13,2	393	406
2008	12,6	167	179,6	6,6 %	i.u.	i.u.	674

Källa: Isaksson (1999) och Svenska riskkapitalföreningen.

Verksamheten i PE-bolag är uppbyggd kring utköp av hela eller delar av större, oftast noterade bolag. Därigenom går de från att vara börsnoterade till att vara onoterade ("privata") företag. Sverige är det europeiska land där riskkapitalbolagen har relativt sett störst betydelse. Många av de PE-ägda bolagen kommer sannolikt att börsintroduceras igen, men inte nödvändigtvis i Sverige. I många fall kommer företagen att säljas till större svenska eller utländska koncerner för att bli helägda dotterbolag.

PE finansieras till den helt övervägande delen av institutionellt kapital, medan kontrollen utövas av den av PE-bolaget tillsatta styrelsen och företagsledningen, vilka själva endast svarar för några få procent av investeringen. De institutioner som satsat huvuddelen (> 90 procent) av kapitalet saknar helt inflytande både över vilka investeringar som görs och hur de ägda bolagen styrs. Företagsledningen har således en mycket stark och väldefinierad ställning gentemot övriga ägare.

5. En krympande börs

Konvergenhypotesen implicerar att kontrolläggande som bolagsstyrningsmodell kommer att förlora i betydelse och att antalet ledningsstyrda företag utan kontrollägare kommer att öka.

¹⁷ Bjuggren och Johansson (2008).

Vi har visat att de traditionella svenska ägargrupperna fått ett väsentligt minskat inflytande på börsen. Den process som lett till denna utveckling ligger i linje med de mekanismer som lyfts fram i konvergenhypotesen. Vi har också sett att globaliseringen bidragit till en växande förmögenhetsbildning och ett stort antal nya miljardärer. Detta har i sin tur bäddat för ett betydande antal nya kontrollägare. Den senare utvecklingen har dock karaktär av engångsföreteelse, vilket, sett i ett längre perspektiv, talar för en fortsatt erodering av kontrollägarmodellen.

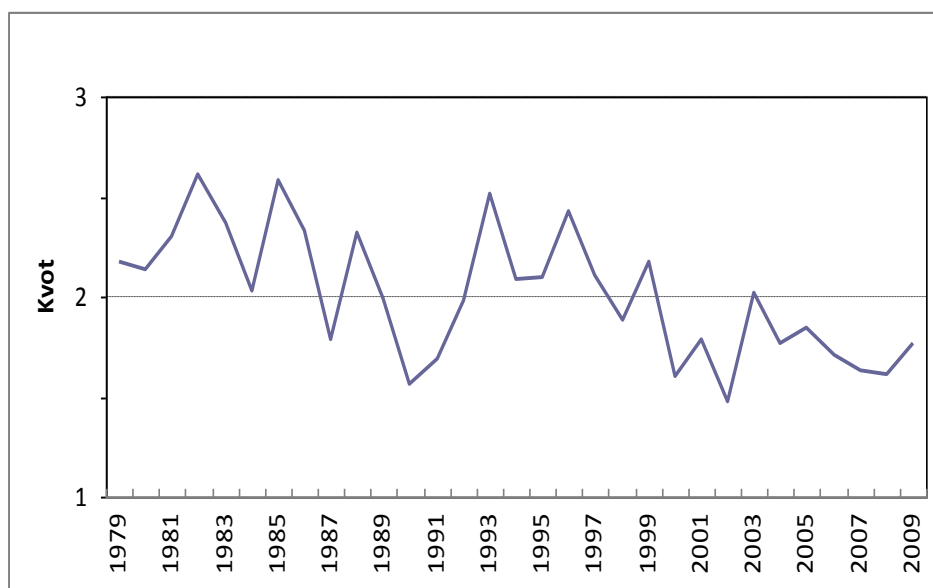
Den förväntade uppgången i antalet ledningsstyrda företag har däremot inte inträffat. Istället har vi sett en snabb tillväxt av kontrollmodeller utanför börsen.

En slutsats av det ovanstående är att vi bör förvänta oss en minskad betydelse för börsen i den svenska ekonomin. Det vanligaste måttet på börsens betydelse i en ekonomi är börsvärdet som andel av BNP. Detta mått visar för Sveriges del en trendmässig nedgång efter en topp vid 1990-talets slut. En svaghet är dock att detta mått är starkt påverkat av börsens värdering. Ett sätt att rensa för värderingseffekten är att deflatera börsvärdet med börsoindex (AFGX) och BNP med BNP-deflatorn.¹⁸ Resultatet presenteras i *figur 1*.

Figuren visar en stadig nedgång för den "reala" svenska börsandelen ända sedan 1980-talets början. I storleksordning är det fråga om en nedgång med en tredjedel. Det största trendmässiga fallet har dock kommit sedan slutet av 1990-talet. Detta ligger i linje med att Sverige hade ett stort inflöde av nya kontrollägare på börsen under 1980- och 90-talen. Därefter har kontrollägandet generellt sett eroderats utan att ersättas av någon annan kontrollmodell för börsnoterade företag. I Henrekson och Jakobsson (2011) analyseras också den svenska börsens betydelse för de hundra största svenska företagen i ett 40-årsperspektiv. Denna analys bekräftar bilden av en minskande betydelse för den svenska börsen i förhållande till det svenska näringslivet.

¹⁸ Måttet är inte helt lättolkat, utan får ses som ett index över börsens betydelse i ekonomin. När andelen börsnoterade företag i ekonomin ökar så ökar också värdet på måttet och vice versa. Ett mer lättolkat mått skulle vara börsvärdet som andel av kapitalstocken i ekonomin. Om vi antar att kapitalstocken som andel av BNP är konstant kan vårt mått ses som en *proxy* för detta mått.

Figur 1 Realt börsvärde som andel av BNP i Sverige, 1979–2009.



Anm: Börsvärdet har deflaterats med aktieindex och nominell BNP har deflaterats med BNP-deflatorn.

Motsvarande kalkyl för Storbritannien visar att den svenska börsen i förhållande till den brittiska stadigt har minskat i betydelse.¹⁹ Också detta ligger i linje med vår analys; i Storbritannien, där ledningsstyre med spritt ägande är en livskraftig kontrollmodell har börsägandet inte förlorat i konkurrenskraft till följd av globaliseringen.

6. Sverige bör välja väg

I reformarbetet kring bolagsstyrning (*corporate governance*) inom EU och i Sverige har de anglosachsiska regelverken ofta varit en ledstjärna. En implicit föreställning har varit att de europeiska modellerna kommer att (och bör!) konvergera mot den anglosachsiska modellen.²⁰ Detta innebär att de nya regelverken är anpassade till företag med spritt ägande och ledningsstyre. I vissa fall har reglerna sin udd direkt riktad mot kontrollägande. Exempel på sådan lagstiftning eller försök till lagstiftning är EU-kommissionens strävanden att förbjuda rösträttsdifferentiering, regler om budplikt och regler om oberoende styrelseledamöter.

Vi har visat att spritt ägande med ledningsstyre inte är en livskraftig modell i dagens svenska (institutionella) miljö. Mycket talar för att situationen är likartad i många andra europeiska länder (Paccès 2007). Effekten av en harmonisering av lagstiftningen på EU-nivå är att den ytterligare undergräver kontrollägarmodellen utan att någon annan styrningsmodell kan träda i dess ställe när det gäller noterade bolag. För den som ser ett värde i en vital börs

¹⁹ Se Henrekson och Jakobsson (2011, figur 8).

²⁰ Detta är anmärkningsvärt, eftersom det trots enorma forskningsinsatser inte varit möjligt att med säkerhet etablera en optimal modell för företagsstyrning. Se Tirole (2006) och särskilt Hofstetter (2006).

förankrad i Sverige är utvecklingen oroande. Det är också svårt att tro att det är lagstiftarens avsikt att verka för att börser som den svenska förlorar i betydelse.

Det finns två vägar att undvika en utveckling i denna riktning. Den ena innebär att man accepterar att kontrolläggande är den modell för bolagsstyrning som är livskraftig på den svenska börsern och utvecklar ett regelverk kring noterade bolag som befrämjar en utveckling av denna modell. Detta skulle bli en innebära att regelverket kring budplikt avskaffas och att rösträttsdifferentierade aktier accepteras fullt ut.²¹ Ägarnas rätt att tillsätta styrelseledamöter bör heller inte inskränkas. Viktigast är här att inte ställa krav på oberoende styrelseledamöter.

Trots att förutsättningarna för privat förmögenhetsbildning har förbättrats påtagligt under senare år kan en satsning på den traditionella svenska ägarmodellen kräva ytterligare förbättringar för entreprenöriell förmögenhetsbildning. Här har det skett viktiga förändringar under de senaste åren. Slopandet av förmögenhetsskatten är det främsta exemplet. Ur ekonomisk synvinkel torde det vara viktigare att underlätta skapandet av nya förmögenheter än att bevara gamla förmögenheter. En sänkning av kapitalinkomstskatten och av marginalskatten på högre inkomster och ökat utrymme för kapitalbeskattning av personaloptioner är positiva åtgärder i detta sammanhang. Likaså skulle det vara värdefullt att skapa möjligheter för enskilda individer att delvis använda det egna kollektiva pensionssparandet som riskkapital i eget företagande.

Den andra vägen innebär ett aktivt stärkande av möjligheterna för företagsledningen att styra företaget när ägandet är spritt, vilket skulle innebära ett regelverk som ger förutsättningar för en effektiv bolagsstyrning *både* i företag med eller utan kontrollägare. Detta förutsätter att man i Kontinentaleuropa och Sverige anammar också de delar av den anglosachsiska modellen som möjliggör en sådan styrningsmodell. En svårighet med denna väg är att det inte bara handlar om lagstiftning. Det finns i Sverige mycket starka föreställningar kring legitimiteten i kontrollägarmodellen. Därför kan det vara svårt att vinna politisk acceptans för en lagstiftning som ger företagsledningen och styrelsen ett tillräckligt mått av självständighet i förhållande till bolagsstämman.

Vi kan konstatera att tills vidare följs ingen av de två angivna vägarna. Därmed kan vi, som vår analys visar, förvänta oss att en allt mindre del av det svenska näringslivet kommer att utgöras av företag börsnoterade i Sverige.

Referenser

Agnblad, Jonas, Erik Berglöf, Peter Högfeldt och Helena Svancar (2001), "Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control". I Fabrizio Barca och Marco Becht, red., *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 228–259.

²¹ Avskaffande av regelverket kring budplikt skulle givetvis vara ett långsiktigt projekt, eftersom det ingår i ett under 20 år framförhandlat EU-direktiv om uppköp från 2004. Sverige var ett av de sista länderna i Europa att införa budplikt 1999.

- Berle, Adolph A. och Gardiner C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan.
- Bjuggren, Carl Magnus och Dan Johansson (2008), "Private and Public Employment in Sweden: Is the Prevailing View Misguided?" Stencil. Stockholm: Ratio.
- Burkart, Mike och Samuel Lee (2008), "One Share, One Vote: The Theory". *Review of Finance*, vol. 12, nr 1, 1–49.
- Carlin, Wendy (2009), "Ownership, Corporate Governance, Specialization and Performance: Interpreting Recent Evidence for OECD Countries". I Jean-Philippe Touffut, red., *Does Company Ownership Matter? Efficiency and Growth*. Cheltenham och Northampton, MA: Edward Elgar.
- Carlsson, Rolf H. (2007), "Swedish Corporate Governance and Value Creation: Owners still in the Driver's Seat". *Corporate Governance*, vol. 15, nr 6, 1038–1055.
- Denis, Diane K. och John J. McConnell (2003), "International Corporate Governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, nr 1, 1–35.
- Fristedt, Daniel, och Sven-Ivan Sundqvist (2004, 2006, 2007, 2008, 2009), *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 2004/2006/2007/2008/2009*. Stockholm: SIS Ägarservice.
- Fristedt, Daniel och Sven-Ivan Sundqvist (2010), *Styrelser och Revisorer i Sveriges Börsföretag 2009–2010*. Stockholm: SIS Ägarservice.
- Giannetti, Mariassunta och Andrei Simonov (2006), "Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices". *Journal of Finance*, vol. 61, nr 3, 1507–1547.
- Hall, Peter och David Soskice, red. (2001), *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Henrekson, Magnus och Ulf Jakobsson (2001), "Where Schumpeter Was Nearly Right – the Swedish Model and Capitalism, Socialism and Democracy". *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 11, nr 3, 331–358.
- Henrekson, Magnus och Ulf Jakobsson (2005), "The Swedish Model of Ownership and Corporate Control in Transition". I Harry Huizinga och Lars Jonung, red., *Who Will Own Europe? The Internationalisation of Asset Ownership in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press, 207–246.
- Henrekson, Magnus och Ulf Jakobsson (2011), "The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline?". IFN Working Paper nr 857. Stockholm: Institutet för Näringslivsforskning.
- Hofstetter, Karl (2006), "One Size Does Not Fit All: Corporate Governance for 'Controlled Companies'". *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, vol. 31, nr 3, 597–664.
- Holmén, Martin och Peter Högfeldt (2005), "A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings". *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, nr 2, 324–358.
- Holmén, Martin och Eugene Nivorozhkin (2007), "The Impact of Family Ownership and Dual Class Shares on Takeover Risk". *Applied Financial Economics*, vol. 17, nr 10, 785–804.
- Högfeldt, Peter (2005), "The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden". I Randall K. Morck, red., *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago och London: University of Chicago Press, 597–664.
- Isaksson, Anders (1999), *Effekter av venture capital i Sverige*. NUTEK B 1999:3. Stockholm: Nutek Förlag.
- Isaksson, Mats (2011), "Det nya ägandet". Stockholm: Corporate Governance Forum, Carl-Adam Bonniers Stiftelse.
- Johansson Anders L. och Lars Magnusson (1998), *LO andra halvsektlet. Fackföreningsrörelsen och samhället*. Stockholm: Atlas.

- Kallifatides, Markus, Sophie Nachemson-Ekwall och Sven-Erik Sjöstrand (2010), *Corporate Governance in Modern Financial Capitalism: Old Mutual's Hostile Takeover of Skandia*. Cheltenham och Northampton, MA: Edward Elgar.
- Karlsson, Arne och Ulf Myrberg (1985), *Investmentbolagsrabatten – ett värderingsfenomen?* Stockholm: Ekonomiska forskningsinstitutet vid Handelshögskolan i Stockholm.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes och Andrei Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World". *Journal of Finance*, vol. 54, nr 3, 471–517.
- Lindbeck, Assar (1997), "The Swedish Experiment". *Journal of Economic Literature*, vol. 35, nr 3, 1273–1319.
- Nachemson-Ekwall, Sophie (2010), "Corporate Governance in Financial Capitalism. Regulatory Arbitrage in Swedish Cross-Boarder Hostile Takeovers During the Sixth Takeover Wave – What Can We Learn?". Stencil. Institutionen för företagande och ledning, Handelshögskolan i Stockholm.
- Nutek och Svenska riskkapitalföreningen (2003), *Utvecklingen för riskkapitalbolagens portföljbolag*. R 2003:11. Stockholm: Nutek Förlag.
- Paccas, Alessio M. (2007), *Featuring Control Power – Corporate Law and Economics Revisited*. Rotterdam: Rotterdam Institute of Law and Economics, Erasmus University.
- Roe, Mark J. (2003), *Political Determinants of Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press.
- Roine, Jesper och Daniel Waldenström (2009), "Wealth Concentration over the Path of Development: Sweden, 1873–2006". *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 111, nr 1, 151–187.
- Roine, Jesper och Daniel Waldenström (2010), "On the Role of Capital Gains in Top Incomes". Stencil. Stockholm: Institutet för Näringslivsforskning.
- Sundin, Anneli och Sven-Ivan Sundqvist (1994, 1999), *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 1994/1999*. Stockholm: Dagens Nyheters Förlag.
- Sundqvist, Sven-Ivan (1989), *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag 1989*. Stockholm: Dagens Nyheters Förlag.
- Tirole, Jean (2006), *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Waldenström, Daniel (2010), "Welfare State Billionaires". Stencil. Stockholm: Institutet för Näringslivsforskning.