

IFN Policy Paper nr 1, 2006

## **Den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll vid skiljevägen**

Magnus Henrekson och Ulf Jakobsson

Under utgivning av Expertgruppen för Studier i Samhällsekonomi (ESS),  
Finansdepartementet, Stockholm.

## **Den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll vid skiljevägen**

Magnus Henrekson<sup>1</sup> och Ulf Jakobsson<sup>2</sup>

3 april 2006

Om författarna: Magnus Henrekson är chef för Institutet för Näringslivsforskning (tidigare IUI) och professor vid Handelshögskolan i Stockholm. Han forskar huvudsakligen kring förklaringar till ekonomisk tillväxt och företagsklimatets institutionella bestämningsfaktorer. Ulf Jakobsson är adjungerad professor vid Internationella Handelshögskolan i Jönköping där han är ansvarig för ett forskningsprojekt om globaliseringens effekter på näringslivets omvandling.

<sup>1</sup>Institutet för Näringslivsforskning  
P.O. Box 55665  
SE-102 15 Stockholm  
Tel: 08-665 65 02  
Fax: 08-665 45 99  
e-post: [Magnus.Henrekson@iui.se](mailto:Magnus.Henrekson@iui.se)

<sup>2</sup>Internationella Handelshögskolan i Jönköping  
P.O. Box 1026  
SE-551 11 Jönköping  
Tel: 070-564 46 17  
e-post: [ulf.jakobsson@jakab.se](mailto:ulf.jakobsson@jakab.se)

## Innehåll

<b>1</b>	<b>INLEDNING .....</b>	<b>1</b>
1.1	ANALYSRAM OCH ÖVERSIKT.....	1
1.2	ÖVERSIKT .....	4
<b>2</b>	<b>HISTORISK BAKGRUND.....</b>	<b>7</b>
<b>3</b>	<b>DEN SVENSKA MODELLEN FÖR FÖRETAGSSTYRNING OCH DESS ROLL I DEN KORPORATIVISTISKA MODELLEN.....</b>	<b>9</b>
3.1	IDEOLOGISK BAKGRUND .....	9
3.2	PRAKTISK POLITIK .....	10
3.3	EFFEKT PÅ ÄGANDE OCH KONTROLLSTRUKTUR .....	15
3.4	DEN FÖRSTA ATTACKEN MOT MODELLEN: FÖRSLAGET OM LÖNTAGARFONDER .....	18
<b>4</b>	<b>NYA REGELVERK .....</b>	<b>19</b>
<b>5</b>	<b>ÄGANDE OCH KONTROLL UNDER DET SENA 1990-TALET.....</b>	<b>23</b>
<b>6</b>	<b>DEN SVENSKA ÄGARMODELLEN VID SKILJEVÄGEN.....</b>	<b>29</b>
<b>7</b>	<b>DEN FRAMTIDA ÄGARMODELLEN: HINDER OCH UTMANINGAR.....</b>	<b>32</b>
<b>8</b>	<b>SLUTSATSER.....</b>	<b>37</b>
	<b>REFERENSER .....</b>	<b>39</b>

## **1. Inledning**

I ”den svenska ägarmodellen” är kontrollen av företagen för det mesta koncentrerad till en eller två ägare. Ofta, men inte alltid, är dessa ägare svenska familjer. På så vis liknar den svenska modellen för ägande och företagskontroll den modell som är vanlig på den europeiska kontinenten. Sverige skiljer sig emellertid från de flesta europeiska länder i några avseenden. För det första domineras hela ägandet på börsen av några få kontrollägare. För det andra grundar sig det svenska kontrollägandet i regel på ett mindre kapital än i andra länder.

Sverige tycks ha funnit en modell som kombinerar starka ägare och en egalitär förmögenhetspolitik. Men som vi kommer att se skapar den stora klyftan mellan kapitalägande och kontroll avsevärda problem i den svenska modellen. I det långa loppet kan detta innebära att modellen avvecklas gradvis för att delvis eller helt ersättas av andra modeller för ägarkontroll. Den svaga kapitalbasen för kontrollägandet gör den svenska modellen såväl politiskt som finansiellt instabil.

Syftet med denna uppsats är att analysera utvecklingen av den svenska modellen för företagsägande och kontroll under efterkrigstiden och se hur den har formats av politiska beslut, huvudsakligen inom områdena beskattning och aktiebolagsrätt. Vår analys avser i första hand de börsnoterade företagen.

Sverige ter sig som ett extremfall när det gäller stora skillnader mellan utdelningsrätter och kontrollrätter. Så snart vi går utanför USA och Storbritannien är dock ägarkontroll baserad på separation av utdelnings- och kontrollrätter den vanligaste ägarmodellen (Morck m.fl., 2005). Därför kan en detaljerad analys av den svenska situationen också bidra till att belysa ägar- och kontrollsituationen i andra länder.

### **1.1 Analysram**

Vi skiljer mellan olika kategorier av ägare: familjer, privata institutionella ägare, offentliga eller halvoffentliga institutionella ägare och utländska ägare. Den sistnämnda ägargruppen kan delas in i samma kategorier som de inhemska ägarna. För det mesta behandlar vi dem emellertid som en grupp.

En eller ett par ägare kan ha ägardominans, det vill säga utöva ett dominerande inflytande över företaget. Dessutom kan en enda aktör ha inflytande över flera bolag beroende på ägardominans. I detta fall kan vi tala om en hög koncentration av ägarkontroll. Kontrollen av ett bolag grundar sig på kontroll av en stor andel av rösterna för bolagets utestående aktier. På den europeiska kontinenten, liksom i Sverige, är det vanligt att aktier har differentierad rösträtt. Inflytandet över ett visst företag behöver alltså inte stå i proportion till det investerade kapitalet. Ask-i-ask-ägande (eng. *pyramiding*), som i ett internationellt perspektiv är mera betydelsefullt, fungerar på samma sätt.

Huvuddelen av vår analys behandlar efterkrigstiden. Sedan slutet av andra världskriget har ägande relaterat till utdelningsrättigheter (eng. *cash-flow rights*) undergått dramatiska förändringar, medan strukturen för ägarkontroll på börsen har förblivit förvånansvärt oförändrad. Den markanta ökningen av det utländska ägandet har emellertid resulterat i att flera stora oberoende företag har försvunnit från den svenska börsen. Flera företag har antingen blivit helägda dotterbolag i utländska multinationella företag eller gått upp i en utländsk konkurrent. Det nya större företaget har sedan fått sitt huvudkontor någon annanstans och avregistrerats från Stockholmsbörsen.

I början av efterkrigstiden ägdes aktierna i de börsnoterade svenska företagen huvudsakligen av privatpersoner. Ägardominansen var genomgående stark bland företagen. Ägandet var koncentrerat till ett litet antal familjer och grupper. Koncentrationen grundade sig dels på en avsevärd koncentration av stora privata förmögenheter, dels på att det fanns ett antal olika mekanismer för att skilja på kontroll och utdelningsrättigheter. Mekanismerna bestod av rösträttsdifferentiering mellan olika aktieslag, ask-i-ask-ägande och korsägande.

Dessa mekanismer användes även i andra länder, men med tiden blev de viktigare i Sverige än i andra industriländer. Därför kan man tala om en typiskt svensk ägarmodell med ett koncentrerat ägande som grundar sig på en smal kapitalbas. Under den granskade perioden blev klyftan mellan utdelningsrätter och kontrollrätter gradvis större. Eftersom kontrollägarnas andel av aktiekapitalet successivt har minskat, så har tillflödet av kapital i allt högre grad kommit från andra källor. Lånefinansiering spelade en viktig roll fram till mitten av 1980-talet. Därefter har börsen blivit allt viktigare som finansieringskälla.

Ett lands lagstiftning har betydelse för vilken slags styrning och finansiering som är tillåten i publika bolag. Den empiriska litteraturen på detta område har i hög grad varit koncentrerad på förhållandet mellan ”aktiebolagslagsstiftning” och ”ägarkontroll”. Ett inflytelserikt arbete inom denna tradition är La Porta m.fl. (1998, 1999), som baserar sig på en tvärsnittsanalys av ett stort antal länder. Det genomgående resultatet är att typen av juridiskt system har avgörande betydelse för vilket system för ägarkontroll som dominerar i ett land och för att finansiera företagets aktiviteter.

Ett problem med deras resultat är att de inte har några förklaringar till de avsevärda förändringar som har skett över tid i många länder beträffande de variabler som ska förklaras. För en diskussion av detta, se Rajan och Zingales (2001). Ett exempel från Sverige är trenden i börsvärdet som andel av BNP. Denna variabel spelar en stor roll i La Porta m.fl.:s analys. Som framgår av *figur 1* har det över tid skett avsevärda förändringar trots att de förklarande variabler som La Porta m.fl. använder endast har förändrats i begränsad omfattning.

Figur 1 Marknadsvärdet på Stockholmsbörsen som andel av BNP, 1908–2004

La Porta m.fl. lyfter fram vilket slags legalt system ett land har som den slutgiltiga förklaringen till vilket system för ägarkontroll som dominerar i ett visst land. Eftersom typen av legalt system betraktas som exogent och tidsinvariant kan denna ansats självfallet inte användas för att förklara stora förändringar över tiden i system för ägarkontroll.

Det finns en växande litteratur om hur de regleringar som ligger till grund för utformningen av och verksamheten för de företag och värdepappersmarknader kan betraktas som resultatet av en politisk process i varje land. Förändringar i den politiska miljön banar väg för förändringar av de bestämmelser som reglerar företagen. Se Pagano och Volpin (2001) för en översikt. Också i denna litteratur ligger emellertid huvudfokus på aktiebolagslagstiftningen, även om dessa lagar och bestämmelser förklaras inom ramen för en politisk-ekonomisk analys.

Ett arbete som sätter in ägarmodellen i ett bredare ekonomiskt perspektiv är monografin *Political Determinants of Corporate Governance* av Mark J. Roe (2003). Roe

hävdar med hjälp av empiri och teoretiska argument att det i världens länder finns ett starkt samband mellan ägarkoncentration genom ask-i-ask-ägande och rösträttsdifferentiering å ena sidan och graden av vänsterorientering i den ekonomiska politiken å andra sidan. För att definiera graden av vänsterinriktning lyfter Roe fram två aspekter: graden av fackligt inflytande på politiken och graden av ”*social democracy*” vad avser politikens huvudfåra. Han presenterar ett stort antal regressioner som pekar på en hög korrelation mellan allmän vänsterinriktning i politiken och en starkt koncentrerad ägarkontroll. I de flesta av dessa regressioner befinner sig Sverige politiskt längst till vänster, samtidigt som Roe här finner den största ägarkoncentrationen. Roe anför ett antal teoretiska argument för att ett positivt samband bör förväntas mellan graden av vänsterinriktning i politiken och ägarkoncentration. Huvudskälet är, med en viss förenkling, att i nationer med starkt fackligt inflytande är ett koncentrerat ägande nödvändigt för att balansera det fackliga inflytandet. Därtill anför han ett antal argument av sekundär natur. Vi skall återkomma till ett av dessa. En obesvarad fråga i Roes analys är dock hur den koncentration som ger den erforderliga balansen faktiskt etableras.

## 1.2 Översikt

Vår studie av den svenska utvecklingen styrker Roes allmänna tes om ett samband mellan en allmän vänsterinriktning i politiken och en stark ägarkoncentration. Förklaringen till samspelet ter sig däremot väsentligt mera komplex än den förklaring som Roe anför.

Med Sverige som utgångspunkt hävdar vi att utvecklingen av ägarstrukturer och system för ägarkontroll förklaras av ett flertal faktorer. Den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen är bara en av dessa. I den följande analysen lyfts följande faktorer fram:

- skattepolitiken
- finansmarknadsregleringarna
- kanaliseringen av sparandet i ekonomin
- arbetsmarknadspolitiken
- den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen.

Som visas i *tabell 1* kan politiken för företagsägande i Sverige delas in i två perioder där förslaget om löntagarfonder och dess efterspel utgör en naturlig avslutning på den första perioden, vilken karakteriserades av en långsiktig socialistisk vision. Under den andra perioden avfördes denna vision från den politiska dagordningen. I stället har den politiska inriktningen i huvudsak varit marknadsliberal, men skattepolitiken har missgynnat svenskt enskilt ägande.

Tabell 1 Stiliserad bild över ägarpolitiken och ägarstrukturen i Sverige under efterkrigstiden.

	Fas I (1945–1985)	Fas II (1985–)
Ideologisk överbyggnad	Långsiktig vision om en socialistisk ekonomi: Marx, Schumpeter, Wigforss.	Tvetydig kombination av marknadsliberalism, EU-anpassning och antikapitalism.
Praktisk politik	Inriktad på att motverka privat förmögenhetsbildning, främja institutionellt ägande, gynna stora företag, missgynna små och nya företag. Starka hinder mot utländskt ägande.	Avreglering och ökad marknadsinriktning. Undanröjande av hinder för utländskt ägande. Skattediskriminering av svenskt ägande.
Resultterande ägarstruktur	Kraftig ökning av institutionellt ägande och motsvarande minskning av enskilt ägande.	Kraftig ökning av internationellt ägande och motsvarande minskning av svenskt institutionellt ägande.
Företagskontroll	“Den svenska ägarmodellen”.	“Den svenska ägarmodellen”.

I denna studie gör vi en detaljerad analys av den förda politiken och dess konsekvenser för ägandet och kontrollen av företagssektorn. I många fall stöder vi oss på tidigare studier, men i andra fall måste vi förlita oss på observationer och på empiriska belägg av olika slag och ekonomiska resonemang. En sammanfattning av vår analys presenteras i *tabell 2*. Tabellen kan också tjäna som en översikt av resten av innehållet i denna studie.



Tabell 2 Effekter av politikens utformning på ägande, företagsstruktur och finansiering i näringslivet under efterkrigstiden, fas I (1950–1985) och fas II (1985–).

Företagsrelaterade variabler	Form av ägande										Företag		Finansiering					
	Individuellt ägande		Institutionellt ägande		Utländskt ägande		Ägar-dominans		Ägar-koncentration		Stora företag kontra små företag		Aktiebörs		Lån		Beskattade reserver	
	I	II	I	II	I	II	I	II	i	II	I	II	I	II	I	II	I	II
Skattepolitik	--	-	++	+		++	+	0	+	0	++	+	--	0	+	0	+	0
Reglering av finansmarknader	--	0	++	0	--	0	++	0	++	0	++	0	-	+	+-	0	0	0
Kanalisering av sparande	--	0	++	+		0	+	0	+	0	+	0	--	++	+	0	+	0
Arbetsmarknadspolitik	0	0	0	0		0	0	0	0	0	+	+	0	0	0	0	0	0
Bolagslag	+	+	?	?		0	++	++	+	+	0	0	--	-	0		0	0

+ (-) = positiv (negativ) effekt; ++ (-) = mycket positiv (negativ) effekt; +- = motsatt effekt; 0 = neutral effekt.

Nästa avsnitt ger en överblick över utvecklingen av företagsägandet sedan slutet av 1800-talet. Därefter beskrivs politiken och dess konsekvenser under perioden 1945–1985. Det följande avsnittet analyserar ”vändpunkten” eller övergången till den andra perioden. Slutligen behandlar vi utvecklingen efter vändpunkten.

Avsevärda förändringar har skett i ett antal av de faktorer som studeras här, men som vi redan konstaterat är det slående hur den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll förblivit i långa stycken oförändrad under hela perioden. En slutsats av vår analys är emellertid trots detta att den svenska ägarmodellen är instabil. Andra stora förändringar som påverkar betingelserna för företagsägande har underminerat den svenska modellen för ägande och kontroll. Modellen är därför knappast hållbar i ett längre tidsperspektiv och vi avslutar vår artikel med att diskutera möjliga framtida ägar- och kontrollmodeller.

Det största hotet mot den svenska ägarmodellen är att gapet mellan kontrollägarnas företagsförmögenhet och deras kontrollmakt har blivit allt större i svenska företag. De stora svenska företagen arbetar genomgående på mogna marknader, där globaliseringen och den ökade internationella konkurrensen kräver en allt större storlek på företagen för att de skall vara konkurrenskraftiga. I denna process blir det svenska kontrollkapitalet med nödvändighet allt mera utspädd. Den första stora stöten mot modellen kom på 1970-

talet då arbetarrörelsen lanserade ett storskaligt program för socialisering av svenskt näringsliv.

Det nuvarande hotet mot modellen kommer i stället från “marknaden”.<sup>1</sup> På dagens avreglerade och globaliserade kapitalmarknader blir det allt svårare att utöva en dynamisk och expansiv ägarroll med den tunna kapitalbas som var tillräcklig under de betingelser som rådde i Sverige innan marknaderna avreglerades.

## 2 Historisk bakgrund

Svensk ekonomi gick under det sena 1860-talet in i en lång period av modernisering och näst intill oavbruten ekonomisk tillväxt. Denna utveckling förutsatte ett antal ekonomiska reformer under mitten av 1860-talet, såsom näringsfrihet för alla svenska män och kvinnor och en liberalisering av utrikeshandeln. År 1870 hade Sverige den näst lägsta produktivitetsnivån i Europa, men från 1870 till 1913 hade Sverige den högsta produktivitetstillväxten av alla länder för vilka det finns jämförbara uppgifter (Maddison, 1982). Ett antal ytterst innovativa entreprenörer som Gustaf de Laval, Alfred Nobel och L.-M. Ericsson var aktiva under denna tid. Före första världskriget växte flera nya näringsgrenar fram och viktiga företag grundades. Ser vi till de försäljningsmässigt största företagen år 2000 grundades 35 av dessa före 1914 (Nutek och Almi, 2001).

Det hade varit förbjudet för utlänningar att äga fast egendom och gruvor i Sverige sedan 1800-talet. Ytterligare restriktioner för utländska ägare infördes 1916 med en ny lag som förbjöd utländska ägare att ha mer än 20 procent av rösterna i svenska företag som ägde naturtillgångar. Denna lag drabbade huvudsakligen bolag inom gruvsdrift, skogsbruk, pappersmassa, papper, järn och stål (Glete, 1981).<sup>2</sup> 1934 kom en lag som förhindrade tidigare metoder att kringgå förbudet mot utländskt ägande genom att använda svenska medborgare som bulvanägare.

Dessutom förbjöd en ny banklag samma år bankerna att förvärva nya aktier, och existerande portföljer måste säljas inom fyra år. De största bankerna löste problemet

---

<sup>1</sup> Ett annat hot som visade sig i början av 2003 var kravet från flera EU-länder om att ta bort möjligheten att ha aktieslag med olika rösträtt. Kravet lanserades som en del av ett nytt direktiv för fusioner och företagsförvärv på EU:s inre marknad.

<sup>2</sup> 1934 gjordes lagen ännu mer restriktiv så att utländska ägare inte heller fick äga mer än 20 procent av kapitalet.

genom att skapa nya holdingbolag, i form av investmentbolag, vars huvudsakliga tillgångar var de aktier som bankerna tidigare hade ägt. Ägandet i investmentbolagen fördelades på *pro-rata*-basis till ägarna av respektive bank.<sup>3</sup> Eftersom investmentbolagen var, och fortfarande är, organiserade som holdingbolag med ask-i-ask-ägande och aktier med differentierad rösträtt blev de genast viktiga instrument för utövande av företagskontroll.

Under början av efterkrigstiden var företagskontrollen i Sverige starkt koncentrerad. Detta har dokumenterats tydligt av Lindgren (1953) i en studie grundad på 1945 års folkräkning. Han visar att 6–7 procent av aktieägarna ägde 65–70 procent av aktievärdena och i hela 60 procent av de stora företagen (med mer än 500 anställda) representerade en enda individ majoriteten av rösterna vid bolagsstämman. I mer än 90 procent av dessa företag utgjordes majoriteten på stämman av högst tre av aktieägarna. Kontrollkoncentrationen var nästan lika hög i de börsnoterade bolagen. I dessa hade en enda individ majoriteten av rösterna i 53 procent av fallen. I 85 procent av de börsnoterade företagen representerade de två största ägarna mer än 50 procent av rösterna.

I slutet av 1940-talet var hushållen fortfarande den dominerande ägarkategorin, även med avseende på kapitalvolym. Enligt beräkningar utförda av Spånt (1975), innehade hushållen i termer av slutligt ägande 75 procent av alla svenska börsnoterade aktier. Utländska ägare blev allt mer marginaliserade efter andra världskriget. Strax efter andra världskrigets början infördes valutareglering. Denna medförde en rad åtgärder som begränsade utländskt ägande av svenska bolag och svensk egendom. I praktiken innebar lagstiftningen att utländskt ägande i svensk industri blev i det närmaste omöjligt. Avsikten med lagstiftningen var oförbehållsamt protektionistisk: man ville försäkra sig om att ”svenska bolag kontrollerades av svenska intressen” (SOU 1986:23, s. 143).

År 1938 genomfördes en rad viktiga förändringar i skattelagstiftningen. Inkomstskatten höjdes, alla investeringar kunde avskrivas omedelbart, utdelningar

---

<sup>3</sup> Stockholms Enskilda Bank (kontrollerad av Wallenbergfamiljen) startade två sådana bolag: Investor (ursprungligen grundat 1916 som ett aktieemitterande bolag), och Providentia. Svenska Handelsbanken startade Industrivärden och Skandinaviska Banken grundade Custos.

drabbades av dubbelbeskattning för enskilda ägare, men inte för institutionella ägare. Förändringarna gynnade etablerade företag och institutionella ägare.<sup>4</sup>

### **3 Den svenska modellen för företagsstyrning och dess roll i den korporativistiska modellen**

#### **3.1 Ideologisk bakgrund**

Det socialdemokratiska partiet har dominerat den politiska scenen och den politiska diskussionen från tidigt 1930-tal fram till idag. Det är också uppenbart att de viktigaste socialdemokratiska tänkarna kom att betrakta det stora industriföretaget som den viktigaste produktionsenheten.

Ernst Wigforss, finansminister 1925–1926 och 1932–1949, och kanske den mest inflytelserike socialdemokratiska ideologen av alla, är tydlig på denna punkt (Wigforss, 1956). Wigforss hävdade att den då tydliga tendensen i kapitalistiska samhällen, att stordriftsfördelar gynnade stora företag (Schumpeter, 1942; Galbraith, 1956), skulle underlätta kollektiviseringen och socialiseringen av det produktiva aktiekapitalet, vilket ansågs som arbetarrörelsens slutliga mål. Han vidhöll också att de stora industriföretagen i det långa loppet måste konverteras till ”samhällsföretag utan ägare”. I detta perspektiv kunde en stark koncentration av ägandet ses som en naturlig, och till och med önskvärd, mellanstation på vägen mot det slutliga målet.<sup>5</sup>

I ett medellångt perspektiv antog de regerande socialdemokraterna en mer pragmatisk strategi. Statligt ägande av näringslivet begränsades, och regeringen, fackföreningarna och bankrelaterade affärsgrupper kom att ingå i en tydlig förhandlingskultur mellan tre parter, något som var karakteristiskt för den svenska socialdemokratiska korporativistiska modellen. Denna modell förutsatte att det fanns ett relativt litet antal ägare eller ägargrupper – dvs. en identifierbar, industriell elit – som erkände och accepterade att socialdemokraterna använde sin politiska makt till att införa omfattande, långtgående välfärdsreformer medan arbetarrörelsen i gengäld skulle avstå från att försöka socialisera näringslivet. Det skulle ha varit mycket svårt att utveckla en sådan kultur av

---

<sup>4</sup> Se Montgomery (1946).

<sup>5</sup> Denna tankegång utvecklas vidare hos Henrekson och Jakobsson (2001).

kompromisser och förhandlingar mellan olika eliter (Steinmo, 2003; Katzenstein, 1985) utan denna dominans av några få stora företag och ännu färre ägargrupper (Reiter, 2003).

### 3.2 Praktisk politik

Ett nyckelinstrument för att genomföra den socialdemokratiska modellen var skattepolitiken. Ett antal kanaler användes. För det första uppgick den beskattningsbara förmögenheten fram till slutet av 1970-talet till 100 procent av nettovärdet för icke börsnoterade företag och till 100 procent av marknadsvärdet för börsnoterade företag. Skattesatsen har vanligtvis varit 1,5 procent av den beskattningsbara förmögenheten. I praktiken resulterade dessa regler i mycket höga reala satser för förmögenhetsbeskattning på enskilt ägda företagstillgångar under 1970- och 1980-talen. Förmögenhetsskatten var inte avdragsgill på företagsnivå, varför medel som behövdes för att betala förmögenhetsskatt underkastades den obligatoriska arbetsgivaravgiften och den enskildes marginalskattesats i inkomstbeskattningen.<sup>6</sup> För det andra beskattades utdelningar både på företagsnivå och på individuell nivå, vilket vanligtvis resulterade i en total skattesats på omkring 90 procent (Norrman och McLure, 1997). För det tredje gjorde höga arvs- och gåvoskatter att det blev extremt dyrt att överföra ägande från en generation till nästa (Du Rietz, 2002).<sup>7</sup> Därför var försäljning ofta det enda möjliga alternativet för den kommande generationen.

Å andra sidan var realisationsvinstbeskattningen utformad så att det blev ytterst förmånligt för enskilda ägare att sälja sina företag. Fram till 1976 var skatten på långsiktiga (mer än fem år) realisationsvinster på aktie- och företagsförsäljningar försumbar. Mellan 1976 och 1990, var 60 procent av den nominella realisationsvinsten befriad från skatt för tillgångar som innehafts i mer än två år.

För att förstå hur bolagsbeskattningen kan förväntas påverka företagsägande och företagsfinansiering måste man beräkna hur de reala skattesatserna påverkas av hur företag ägs och finansieras. *Tabell 3* visar den effektiva marginalskatten för olika

---

<sup>6</sup> I genomsnitt måste ca 7 kronor tas ut från företaget för varje krona som betalats i förmögenhetsskatt under tidigt 1980-tal. År 2005 har detta problem delvis återkommit genom den s.k. Lex Ugglå, som innebär att skatteverket kan besluta att nettotillgångar i onoterade bolag som de anser vara överlikviditet blir förmögenhetsskattepliktiga.

<sup>7</sup> Under det sena 1970-talet medförde varje krona som skulle betalas i arvsskatt en sammanlagd betalning av cirka 10 kronor i skatt om arvingarna måste ta ut de nödvändiga medlen från sitt företag.

kombinationer av ägare och finansieringskällor. Tre kategorier av ägare och tre kategorier av finansieringskällor identifieras och kalkylen för den effektiva marginals-katten bygger på ett antagande om en real avkastning på 10 procent före skatt. En negativ siffra innebär att den reala avkastningen är högre efter än före skatt.

Tabell 3 Effektiva marginals-katter för olika kombinationer av ägare och finansiering (real avkastning före skatt på 10 % med aktuell inflation), 1960, 1970, 1980 och 1985.

	Skuld- finansiering	Nyemission	Återinvesterade vinster
<b>1960</b>			
Hushåll	27,2	92,7	48,2
Skattebefriade institutioner	-32,2	31,4	31,2
Försäkringsbolag	-21,7	41,6	34,0
<b>1970</b>			
Hushåll	51,3	122,1	57,1
Skattebefriade institutioner	-64,8	15,9	32,7
Försäkringsbolag	-45,1	42,4	41,2
<b>1980</b>			
Hushåll	58,2	136,6	51,9
Skattebefriade institutioner	-83,4	-11,6	11,2
Försäkringsbolag	-54,9	38,4	28,7
<b>1985</b>			
Hushåll	46,6	112,1	64,0
Skattebefriade institutioner	-46,8	6,8	28,7
Försäkringsbolag	-26,5	32,2	36,3

*Anm:* Alla beräkningar grundar sig på den vid den aktuella tidpunkten rådande kombinationen av tillgångar i tillverkningsindustrin. Följande inflationstakter har använts: 1960: 3 %, 1970: 7 %, 1980: 9,4 %, 1985: 5 %. Beräkningarna är gjorda enligt den metod som har utvecklats av King och Fullerton (1984). Den genomsnittliga innehavsperioden antas vara 10 år. En negativ skattesats betyder att avkastningen efter skatt är högre än före skatt. Till exempel innebär en skattesats på -83 procent för en lånefinansierad investering som ägs av en skattebefriad institution 1980 att den reala avkastningen på 10 procent före skatt blir 18,3 procent efter skatt. *Källa:* Södersten (1984).

Tabell 3 belyser fyra viktiga aspekter av det svenska skattesystemet under efterkrigstiden fram till och med 1980-talet. För det första var lånefinansiering genomgående den skattemässigt mest gynnade finansieringsformen medan nyemission var mest missgynnad. 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

mycket hårdare än andra ägarkategorier. Hushållens skattesatser ökade dessutom under 1960- och 1970-talet, medan det motsatta blev fallet för försäkringsbolag och skattebefriade institutioner.<sup>8</sup> Från 1960-talet fram till skattereformen 1991 skattades mer än 100 procent av den reala avkastningen bort för ett hushåll som köpte en nyemitterad aktie. För det fjärde åtnjöt skattebefriade institutioner flera skattefördelar i förhållande till de två andra ägarkategorierna, och dessa fördelar ökade kraftigt under 1960- och 1970-talen.

Ett viktigt mål för Sveriges ekonomiska politik under efterkrigstidens första årtionden var en hög nivå på det sammanlagda sparandet och investeringarna (Bergström, 1982). Målet nåddes genom stora överskott i den offentliga sektorn och genom en strängt reglerad kreditmarknad. Under hela efterkrigstiden fram till mitten av 1980-talet var den svenska kapitalmarknadspolitiken inriktad på låga räntesatser för politiskt gynnade sektorer i ekonomin. Kreditvolymen till näringslivet underkastades i allmänhet kvantitativa restriktioner, och räntan reglerades också vilket resulterade i en situation med så gott som ständig kreditåstramning. Regleringarna var ett klart mindre hinder för större, äldre, väletablerade företag och mycket kapitalintensiva företag med god tillgång på säkerheter att erhålla krediter (se Jonung, 1994). Dessutom innebar väletablerade bankkontakter en avsevärd fördel, och de två viktigaste ägargrupperna eller ägarsfärerna (Wallenberg-gruppen och Industrivärden) var båda tätt knutna till en storbank.

Man kan också vända på perspektivet och hävda att det koncentrerade ägandet och de starka kopplingarna mellan storbankerna och de ledande kontrollägarna var en förutsättning för att regleringsekonomin skulle kunna fungera någorlunda väl. I den reglerade ekonomin kunde de transaktioner som i en avreglerad ekonomi skulle ha skett på marknaden, nu genomföras internt inom respektive ägarblock. Utomstående aktörer hölls i stort sett borta, men den etablerade delen av ekonomin kunde fungera. Morck m.fl. (2005) ser detta som en viktig förklaring till att det koncentrerade ägandet kunnat växa sig så starkt i länder med reglerade kapitalmarknader. Diskrimineringen av aktörer som

---

<sup>8</sup> Per definition betalar skattebefriade institutioner ingen skatt på ränteintäkter, utdelningar eller realisationsvinster. Kategorin omfattar välgörenhetsorganisationer, vetenskapliga och kulturella stiftelser, företagens stiftelser för fritidverksamhet för anställda, pensionsfonder för kompletterande system för yrkespension och de statliga pensionsfonderna (AP-fonderna, numera sju stycken).

inte tillhörde de dominerande ägarblocken var givetvis en nackdel. Men givet regleringarna var alternativet kanske en närmast total förstelning av ekonomin.

Det obligatoriska statliga pensionssystemet (ATP), infört 1960, förvandlade den offentliga sektorn till den viktigaste kreditgivaren. Stora överskott ackumulerades i de statliga pensionsfonderna, de så kallade AP-fonderna. I början av 1970-talet svarade AP-fonderna för 35 procent av den totala kredittillförseln (Pontusson, 1992). Beslutet att ackumulera sparandet i så hög grad i AP-fonderna medförde en ytterligare massiv institutionalisering av sparandet, något som sannolikt gynnade stora, väletablerade företag med god kreditvärdighet som kan operera med hög soliditet.<sup>9</sup> AP-fondsyttemet gynnade också väletablerade företag genom det så kallade återlånssystemet grundat på bestämmelsen att arbetsgivare fick låna upp till hälften av den summa de hade betalat in till fonden under föregående år. Möjligheten att använda denna kreditkanal var därför proportionell mot företagets totala lönekostnader. Systemet avskaffades 1987.

Det svenska skatte- och pensionssystemet minskade incitamenten till förmögenhetsackumulation för enskilda i allmänhet, inte bara i form av företagsbyggande. *Tabell 4* visar att de svenska hushållens sparande var exceptionellt lågt i ett internationellt perspektiv under hela 1980-talet. Eftersom tillgången till eget kapital är en kritisk faktor inte bara för nystartade utvecklingsföretag utan även för tillväxten i etablerade företag (Blanchflower och Oswald, 1998; Lindh och Ohlsson, 1996; Holtz-Eakin, Joulfaian och Rosen, 1994), kan man förmoda att detta bidrar till en låg förekomst av nyetableringar och snabbväxande företag.

Tabell 4 Hushållens nettosparande som andel av deras disponibla inkomst, 1960–2004, (procent).

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	2000–2004	1990–2004
Sverige	6,1	4,0	1,1	6,3	7,7	6,8
OECD	9,7	12,1	11,2	9,7*	6,9*	8,8*
OECD Europa	12,0	13,6	11,6	9,8**	7,9**	9,2**

\* = OECD, endast data för 20 OECD-länder.

\*\* = OECD Europa, endast 13 EU-länder.

Källa: OECD, (1982, 1997) samt *OECD Economic Outlook 78 Database*.

<sup>9</sup> Det gradvisa införandet av obligatoriska system för tilläggspension kan förväntas ha samma verkan.



Arbetsmarknadslagstiftningen förändrades i en rad olika avseenden under första hälften av 1970-talet i syfte att ge fackföreningsrörelsen direkt inflytande på beslutsfattandet i företagen. Viktiga exempel är facklig representation i företagens styrelser och medbestämmandelagen 1976 (se Pontusson, 1992). Dessutom ger lagen om anställningsskydd (LAS) från 1974 de anställda ett omfattande skydd mot uppsägning. De enda legitima skälen för uppsägning är grov försumlighet och arbetsbrist. I det senare fallet stipulerar LAS principen "sist in – först ut". Ett viktigt förhållande är att facket på lokal nivå till stora delar disponerar lagstiftningen. Genom förhandlingar med den lokala fackklubben kan företaget i varje enskilt fall komma överens om avsteg från turordningsreglerna.

Bestämmelser om strikt anställningsskydd och ett formaliserat fackligt inflytande även på företagens operativa beslut är förmodligen svårare att hantera för potentiellt snabbväxande företag än för stora väletablerade bolag. Vägen från liten till stor är långt ifrån rak för ett snabbväxande företag – ett gasellföretag (Birch och Medoff, 1994) – eftersom nystartade företag är utsatta för genuin osäkerhet (Davis m.fl., 1996; Brown och Medoff, 1989). Om företagen under sådana omständigheter underkastas regler som begränsar utrymmet för snabb anpassning kan man både förvänta sig en lägre tillväxtvilja i allmänhet och att färre företag växer och blir stora på kort tid.<sup>10</sup>

Det har dokumenterats i många studier – se t.ex. Edin och Topel (1997) och Davis och Henrekson (2005) – att det svenska systemet för löneförhandlingar gav upphov till en mycket sammanpressad lönestruktur och relativt höga löner för sysselsatta med låg produktivitet. Samtidigt visar flera studier att lönenivån under marknadsmässiga förhållanden ökar med företagets storlek, ålder och kapitalintensitet (t.ex. Brown och Medoff, 1989). Indirekt har det svenska systemet för löneförhandlingar i många fall drivit upp arbetskraftskostnaderna till en nivå som är högre än nivån på den fria marknaden i små, nya och arbetsintensiva företag och på motsvarande sätt sänkt arbetskostnaderna i stora etablerade företag. Detta faktum kan förväntas minska sannolikheten att små företag så småningom växer och blir större företag som betalar högre löner (Audretsch, 2002).

---

<sup>10</sup> Davis och Henrekson (2005) diskuterar dessa frågor mer ingående.

### 3.3 Effekt på ägande och kontrollstruktur

Före skattereformen 1990/91 minskade den kombinerade effekten av beskattning på reavinster, förmögenheter, vinster och vinstandelar enskilda individers incitament att äga och utveckla företag och till förmögenhetsuppbyggnad i allmänhet. Dessutom uppmuntrade skattesystemet till lånefinansiering, vilket gynnade stora kapitalintensiva företag med nära koppling till specifika banker eller andra finansiella institutioner. Vi har också pekat på flera andra politikåtgärder som uppmuntrade till en utveckling mot alltmer dominerande storföretag med få och finansiellt svaga ägare. Överensstämmer då den faktiska utvecklingen med vad vi förväntar oss från den ekonomiska analysen av den institutionella villkoren?

Figur 2 visar att den förväntade förändringen i ägarstruktur faktiskt ägde rum: under efterkrigstiden sjönk hushållens andel av ägandet av börsnoterade aktier brant från 75 procent 1950 till 18 procent 1990, medan det institutionella ägandet steg i motsvarande mån. Det faktum att skattesystemet gynnade uppbyggnad av återinvesterade vinster i företagen medförde att hushållens förmögenhet i form av aktier låstes in i stora etablerade företag.<sup>11</sup> Enligt traditionell finansiell teori i Modigliani-Millers anda borde sådant sparande inom företagen förvandlas till förmögenhet hos hushållen genom att företagens börsvärde stiger i motsvarande mån. I praktiken blev det inte så. Fram till tidigt 1980-tal var börsens värdering av företagen extremt låg,<sup>12</sup> vilket i de flesta fall innebar att svenska företags substansvärden i hög grad översteg deras marknadsvärden.

Figur 2 Ägarandelar för olika ägarkategorier av svenska börsnoterade aktier som andel av börsvärdet, 1950–1990.

Södersten (1984) beräknade att *Tobins q* (företagens marknadsvärde dividerat med deras beräknade återanskaffningskostnad) år 1960 var ungefär 1 och att det sjönk till 0,6 år 1970 och vidare till 0,3 år 1980. När *Tobins q* ligger under 1 blir det olönsamt att finansiera investeringar genom nyemissioner, eftersom det innebär en ren

<sup>11</sup> De latent skatteskulderna ("dolda reserver") uppgick vanligen till lika mycket som det totala beskattade egna kapitalet i börsnoterade företag under 1980-talet (Josefsson, 1988).

<sup>12</sup> David och Mach (2004) rapporterar att börsvärdet bara utgjorde 3 procent av BNP i Sverige 1975 jämfört med 12 procent i Tyskland, 30 procent i Schweiz och 48 procent i USA. Den siffra som anges för Sverige i figur 2 är högre, vilket kan bero på användning av olika källor.

förmögenhetsförstörelse. Samtidigt finns det då starka incitament att använda internt genererade medel för att finansiera investeringar i etablerade företag, när den sammantagna beskattningen är hög på medel som tas ut ur existerande bolag. Som visas i *figur 3* föll volymen av nyemissioner (inklusive börsintroduktioner – IPO) till försumbara nivåer under efterkrigstiden fram till mitten av 1980-talet. Ytterligare en indikation på låga marknadsvärden är vinstmultipeln (p/e-talet) för stora svenska bolag. P/e-talen låg vanligtvis på mellan 2 och 4 för bolag som Ericsson, Electrolux och Volvo under 1970-talet. Detta kan jämföras med dagens p/e-tal, som normalt ligger i intervallet 10–25 beroende på risk och förväntade framtidsutsikter.

Figur 3 Den totala volymen av nyemissioner på Stockholmsbörsen som andel av BNP, 1902–2004.

Den kombinerade effekten av skattereglerna och kreditmarknadsregleringarna utgjorde också ett starkt incitament att överföra ägande från familjeägda fåmansbolag till institutionellt ägda investmentbolag med täta band till en bank. Tillgång till krediter var avgörande eftersom lånefinansiering subventionerades så kraftigt av skattesystemet.<sup>13</sup>

Dessa tendenser avspeglade sig också i utvecklingen inom industrin och i företagens storleksfördelning. För det första fick man inom industrin en utveckling av sysselsättning och produktion i riktning mot stora företag och anläggningar med en sammanpressad lönefördelning (Davis och Henrekson, 1997, 2005). För det andra finns det flera belägg för att de stora bolagen fick en större relativ betydelse i Sverige än i något annat land. Henrekson och Johansson (1999) har gjort denna uppskattning med utgångspunkt i en analys av tillgängliga data.<sup>14</sup> En spegelbild av storföretagsdominansen är att nivån på egenföretagandet blev låg. Från tidigt 1970-tal och fram till 1990 hade Sverige den lägsta andelen egenföretagare bland de sysselsatta i näringslivet exklusive jordbrukssektorn bland alla OECD-länder (OECD, 1992).

Som väntat förblev också andelen utländskt ägande lågt på grund av de legala hindren: det utländska ägandet av börsnoterade aktier översteg aldrig 8 procent under

---

<sup>13</sup> Från mitten av 1960-talet till mitten av 1980-talet sjönk soliditeten i börsnoterade bolag från ca 50 till drygt 20 procent (Josefsson, 1988).

<sup>14</sup> Andelen anställda inom den privata sektorn som arbetade i företag med minst 500 anställda ökade från 27 procent 1964 (SOU 1967: 7) till 47 procent 1993 (NUTEK, 1995).

1980-talet och mindre än 5 procent av löntagarna inom den privata sektorn arbetade i utländskt ägda företag.

Det är alltså tydligt att den förväntade utvecklingen beträffande ägande, finansieringsstruktur, företagens storleksfördelning och näringsstruktur ägde rum. Åtgärderna för att motverka enskild förmögenhetsackumulering och förhindra hushållens aktieäggande resulterade emellertid inte i mindre ägarkontroll eller ökad tendens till tjänstemannakontroll (Berle och Means, 1932). Regeringens ofta citerade utredning *Ägande och inflytande inom det privata näringslivet* (SOU 1967:7) identifierade 17 viktiga ägargrupper/familjer 1963.<sup>15</sup> Under de följande åren blev ägandet allt mer koncentrerat, och 1967 kontrollerade Wallenberg-familjen ensam 10 av de 25 största företagen (Glete, 1994, s. 289). De privata förmögenheterna var fortfarande modesta i en vidare jämförelse. Den totala privata förmögenheten som innehades av medlemmar av familjen Wallenberg 1963 beräknades till 125 miljoner kronor (SOU 1967:7), vilket motsvarade 0,14 procent av BNP. Detta kan jämföras med den beräknade förmögenheten i början av 2000-talet i familjerna Kamprad och Rausing, grundare av IKEA och TetraPak. Deras *respektive* förmögenheter är i storleksordningen 8–10 procent av BNP i Sverige.<sup>16</sup>

Kontrollen upprätthölls, och till och med skärptes, genom allt större användning av ett antal mekanismer för att öka kontrollrättigheterna i förhållande till utdelningsrättigheterna. Särskilt viktigt blev aktier med differentierad rösträtt, men även ask-i-ask- och korsägande användes. Under alla omständigheter nådde den svenska korporativistiska modellen sin höjdpunkt under det sena 1960-talet, och vid det laget hade en handfull ägargrupper representerade av identifierbara individer utkristalliserats.

---

<sup>15</sup> Den dåvarande ledaren för kommunistpartiet, C.-H. Hermansson, hade redan 1962 myntat uttrycket "de 15 familjerna" i sin bok *Monopol och storfinans*. Enligt honom var det dessa 15 familjer som kontrollerade det svenska näringslivet. Regeringens utredning identifierade också 15 familjer och två grupper med bankanknytning.

<sup>16</sup> Dessa familjer lämnade Sverige under 1970-talet. Kamprad och en gren av Rausingfamiljen är bosatta i Schweiz. De har på senare år rankats som etta och tvåa avseende privat förmögenhet i Schweiz. Den privata förmögenheten hos Sveriges idag rikaste familj, familjen Persson (grundare och kontrollerande ägare av H&M) är ungefär 4 procent av BNP. Särskilda speciallagar från mitten av 1990-talet befriade denna och andra extremt rika familjer från förmögenhetsskatt på aktieinnehav.

### 3.4 Den första attacken mot modellen: förslaget om löntagarfonder

I slutet av 1960-talet rådde alltså en situation med ovanligt koncentrerad ägarkontroll och dominans av stora företag i svenskt näringsliv. Schumpeter (1942) hävdar att i en ekonomi som allt mer domineras av storföretag, och som saknar individuella entreprenörer, kommer kapitalismen successivt att förlora sin politiska klangbotten. I stället utsätts den marknadsekonomiska kapitalismen för en ökande fientlighet i samhället. Så småningom sker därför, enligt Schumpeter, en demokratisk och fredlig övergång från marknadsekonomi till socialism. För Sverige tedde sig Schumpeters vision vid denna tid mycket relevant. Under mitten och slutet av 1970-talet var det folkliga stödet i Sverige för kapitalism och marknadsekonomi mycket svagt.<sup>17</sup>

I linje med Schumpeters förutsägelser radikaliserades arbetarrörelsen starkt under det tidiga 1970-talet. Detta återspeglades på två sätt: högljudda krav på socialisering av kontrollen i företagen och en strävan efter ökat inflytande genom långtgående krav på lagar som gynnade fackföreningarna (Stephens, 1979). Under 1970-talet hade framförallt LO stor framgång i sina försök att förmå regeringen att genom en rad lagar ge arbetarrörelsen direkt inflytande över beslutsfattandet i företagen.<sup>18</sup> Radikaliseringen av arbetarrörelsen under tidigt 1970-tal innebar också explicita krav på ökat kollektivt ägande.<sup>19</sup>

Dessa krav blev mycket långtgående under LO-kongressen 1976 då Rudolf Meidner och hans medarbetare framlade en plan för en oeftergivlig överföring av ägande från privata händer till kollektiva s.k. löntagarfonder (se Meidner, 1978). Detta kan tolkas som en konkret plan för genomförande av Wigforss ursprungliga vision att konvertera de stora företagen till ”samhällsföretag utan ägare”.

---

<sup>17</sup> 1978 ansåg bara 30 procent av de tillfrågade i en undersökning att det var viktigt att uppmuntra entreprenörskap och företagsbyggande, och bara 37 procent av de tillfrågade ansåg att entreprenörer/företagsledare var de som mest effektivt kunde leda ett företag, se Henrekson och Jakobsson (2001).

<sup>18</sup> Dessutom stärkte facket sin relativa ställning under denna period genom att påskynda lagstiftning om arbetsmiljöskydd, kraftigt ökad makt till det lokala skyddsombudet, utökad rätt för fackliga representanter att utföra det fackliga arbetet på betald arbetstid m.m. Se vidare Nycander (2002).

<sup>19</sup> Detta blev också det socialdemokratiska partiets ideologiska linje. När den dåvarande partiledaren Olof Palme presenterade det nya partiprogrammet 1975 förklarade han att den svenska arbetarrörelsen var på väg mot det tredje steget i sin långa kamp för att omvandla samhället i socialistisk riktning. De två första stegen var politisk demokrati och medbestämmande i företagen och det tredje steget var ekonomisk demokrati.

Planen för löntagarfonder innebar en gradvis överföring av ägandet av alla företag med mer än 50 anställda till löntagarna som kollektiv. Bolagen skulle tvingas att emittera nya aktier till löntagarfonderna motsvarande 20 procent av vinsten. På så sätt skulle överföringen av ägandet gå snabbare, ju vinstrikare företaget var. Exempelvis skulle det, i ett företag med en avkastning på eget kapital på 10 procent, ta 35 år för löntagarfonderna att erhålla majoritet på bolagsstämman. Det aktiekapital som byggdes upp i löntagarfonderna var tänkt att stanna kvar i respektive företag som arbetande kapital. Den ägarmakt som följde med aktieinnehavet skulle utövas av fackföreningarna (inkluderande representanter för andra intressen i samhället).<sup>20</sup>

Förslaget om löntagarfonder mötte förstäeligt nog ett motstånd utan motstycke från företagare och kapitalägare.<sup>21</sup> Dessutom blev Meidners ursprungliga förslag aldrig helt accepterat i det socialdemokratiska partiet, och efterföljande gemensamma förslag från LO och det socialdemokratiska partiet var mindre radikala än den ursprungliga planen. Politiskt blockerades alla förslag till genomförande tills socialdemokraterna återkom i regeringsställning 1982. Vid det laget hade den allmänna opinionen vänt sig mot löntagarfonder, men efter påtryckningar från LO infördes en avsevärt urvattnad variant av löntagarfonderna 1984. Fonderna avvecklades 1992 av den borgerliga regering som övertog makten i valet 1991.

En väsentlig följd av striden om löntagarfonderna var att konflikten om ägandet av näringslivet avfördes från den politiska dagordningen. Kraven på socialisering och kollektivisering av företagskontrollen och ägandet tystnade. Å andra sidan reformerades inte skattesystemet för att underlätta uppkomsten av nya enskilt ägda företag.

## 4 Nya regelverk

Under 1970-talet fick den liberala marknadsekonomin en renässans i de stora industriländerna. Något senfärdigt slog Sverige in på en reformbana i samma riktning. Först reformerades kapitalmarknaderna i ett antal steg. Denna process sammanfattas i

---

<sup>20</sup> Det är intressant att lägga märke till att denna form av socialisering låg i linje med Schumpeters (1942) förutsägelse om "laborism" som kapitalismens sista stadium.

<sup>21</sup> Löntagarfonderna var förmodligen viktiga även därför att de var den tändande gnista som förmådde de svenska företagarna att mobilisera sig till försvar för enskilt ägande och entreprenörskap. Se Blyth (2001) för en diskussion.

tabell 5. Utan att gå in på detaljer kan vi notera att de inhemska kreditmarknaderna var helt avreglerade 1986 och att avregleringen av valuta- och kapitalmarknaderna, inklusive borttagandet av begränsningarna av utländskt ägande, avslutades 1993.

Tabell 5 De viktigaste stegen i avregleringen av de svenska kapitalmarknaderna.

Tillåtelse för företag och kommuner att låna utomlands	1974
Avreglering av bankernas inlåningsränta	1978
Avreglering av ränteregleringen för företagsobligationer	1980
Avreglering av utlåningsräntan i försäkringsbolag	1980
Bankerna får tillåtelse att emittera bankcertifikat	1980
Likviditetstkvoter för banker avskaffas	1983
Avreglering av bankernas utlåningsräntor	1985
Lånetaket för bankernas utlåning avskaffas	1985
Marginella placeringskvoter för banker och försäkringsbolag avskaffas	1986
Lättnader av valutakontrollen på aktiehandel	1986–88
Återstående valutareglering avskaffas	1989
Borttagande eller annullering av:	
reglering för utländska banker att öppna filialkontor	1990
reglering för utländska förvärv av aktier i svenska affärsbanker, mäklarfirmor och finansbolag	1990
reglering för att inrätta finansinstitut som inte är banker	1991
restriktioner för utländska förvärv av svenska företag	1992
krav på handelstillstånd för utlänningar	1992
begränsningar i bolagsordningar beträffande utlänningars rätt att förvärva aktier i svenska bolag	1993
Lagen om betaltjänster avskaffas	1993

*Källa:* Reiter (2003), Henrekson (1992) och Jonung (1994).

Det tidigare systemet med beskattning som gynnade lånefinansiering förutsatte strängt reglerade kapitalmarknader. Skattesystemet förblev emellertid så gott som oförändrat medan kapitalmarknaderna avreglerades, vilket skapade en tillgångsprisbubbla under den senare hälften av 1980-talet (Jonung, 1994; Norrman och McLure, 1997).

Det genomfördes en rad reformer av skattesystemet mellan 1985 och 1994. Viktigast var reformerna 1990/91.<sup>22</sup> Därmed utjämnades i hög grad de snedvridande skattekilarna mellan olika ägare och finansieringskällor. Efter 1995 ökade skillnaderna i skattekilarna

<sup>22</sup> Se Agell, Englund och Södersten (1998) för en detaljerad genomgång och utvärdering av skattereformen.

återigen, i stort sett enligt tidigare mönster. Skillnaderna har dock förblivit väsentligt mindre än före skattereformen. Se *tabell 6*.

Tabell 6 Effektiva marginalsatser för olika kombinationer av ägare och finansiering (real avkastning före skatt på 10 % med det aktuella årets inflation), 1991, 1994, 2001 och 2005.

	Skuld- finansiering	Nyemission	Återinvesterade vinster
1991			
Hushåll	31,7	61,8	54,2
Skattebefriade institutioner	-9,4	4,0	18,7
Försäkringsbolag	14,4	33,3	31,6
1994			
Hushåll	32,0/27,0*	28,3/18,3*	36,5/26,5*
Skattebefriade institutioner	-14,9	21,8	21,8
Försäkringsbolag	0,7	32,3	33,8
2001			
Hushåll	29,7/24,7*	61,0/51,0*	44,1/34,1*
Skattebefriade institutioner	-1,4	23,6	23,6
Försäkringsbolag	19,6	47,2	44,7
2005			
Hushåll	27,9/22,9*	58,1/48,1*	42,7/32,7*
Skattebefriade institutioner	-1,2	23,2	23,1
Försäkringsbolag	18,2	44,6	42,6

*Anm:* \* anger att kalkylen gjorts exklusive förmögenhetsskatt. Förmögenhetsskatten på onoterade aktier avskaffades fr.o.m. 1992 års taxering. Kalkylen har genomförts under antagande om en 10-procentig real avkastning före skatt vid faktisk inflation det aktuella året. En skatt på 100 procent innebär exempelvis att 10 procent realt före skatt blir 0 procent realt efter skatt. En negativ skatt innebär att den reala avkastningen efter skatt är högre än före skatt. Alla kalkyler är baserade på faktisk tillgångsfördelning i tillverkningsindustrin. Kalkylerna är genomförda i enlighet med de metoder som utvecklats i King och Fullerton (1984). Den genomsnittliga investeringsperioden antas vara tio år.

*Källa:* Beräkningarna har tillhandahållits av Jan Södersten; för metod se Södersten (1993).

Det nya systemet var ett viktigt steg mot neutralitet bland svenska ägare. Skattebördan för enskilt ägande i Sverige förblev emellertid tyngre än skattebördan för enskilt ägande i de flesta andra länder.

*Tabell 7* visar en representativ skatteberäkning för olika ägare enligt 2005 års skatteregler. Det är ännu en gång uppenbart att individer missgynnas i förhållande till institutioner. Detta gäller också i förhållande till utländska institutioner.



Tabell 7 Skatt på aktieutdelning i kr för olika ägarkategorier enligt 2005 års skatteregler – investering på 10 000 kronor och 10 procents avkastning i form av utdelning.

	Svenska hushåll	Svenska pensionsfonder	Svenska stiftelser	Utländska investeringsfonder
Bolagsskatt	280	280	280	280
Inkomstskatt	216	90	0	0
Förmögenhetsskatt	120	0	0	0
Nettoavkastning	384	630	720	720
Skattesats (%)	62	37	28	28

*Anm:* Hushållet antas betala full förmögenhetsskatt (på 80 procent av marknadsvärdet) på sitt aktieinnehav. En enskild utländsk ägare har samma skattebelastning som en utländsk investeringsfond i de länder som inte har förmögenhetsskatt på aktier och där aktieutdelningar bara beskattas på företagsnivå.

Tabell 8 Några viktiga aspekter på aktieägarbeskattningen i ett antal industriländer, 2003.

Ingen eller reducerad beskattning av utdelning på ägarnivån	Ingen förmögenhetsskatt	Låg förmögenhetsskatt, höga fribelopp och/eller låg/ingen utdelningsskatt	Ingen reavinstskatt på långa innehav (avser 2002)	Reavinstskatt > 0 men ≤ 20 % på långa innehav (avser 2002)
Finland	Australien	Finland	Belgien	Irland
Frankrike	Belgien	Frankrike	Danmark	Italien
Grekland	Danmark	Luxemburg	Grekland	Japan
Italien	Grekland	Schweiz	Korea	Luxemburg‡
Luxemburg	Irland	Spanien	Luxemburg	Norge
Norge	Italien		Mexiko	Spanien
Nya Zeeland	Japan		Nederländerna	USA
Spanien	Kanada		Polen	Kanada
Storbritannien	Nederländerna		Portugal	Island
Tyskland	Nya Zeeland		Storbritannien*	
	Polen		Tyskland	
	Portugal		Österrike	
	Storbritannien		Tjeckien	
	Tyskland		Nya Zeeland	
	USA		Schweiz	
	Österrike			

*Anm:* \*Stort grundavdrag. ‡Halv inkomstskatt, dvs. effektivt max 23 %. Definitionen av "långt innehav" varierar mellan 3 månader och 5 år. Ibland avser uppgifterna ett representativt typfall.

*Källa:* Svenskt Näringsliv, Institutet för Utländsk Rätt, och *European Tax Handbook* (utgiven av KPMG).

Dessutom framgår det tydligt i *tabell 8* att ett stort antal länder har en lägre skattenivå för enskilt aktieäggande än Sverige. Därför gynnar den kombinerade effekten av utländsk och svensk beskattning i stort sett alla former av utländskt äggande i jämförelse med svenskt enskilt äggande. Vissa avreglerande åtgärder vidtogs också på arbetsmarknaden, och flera tidigare reglerade produktmarknader har också avreglerats, t.ex. telekom (1993), elektricitet (1996), inrikesflyg (1992), finanssektorn (1993) och posten (1993). Dessutom har EU-medlemskapet 1995 och den allmänt ökande integrationen av produkt- och kapitalmarknader bidragit till urholkningen av den gamla korporativistiska modellen.

## **5 Äggande och kontroll under det sena 1990-talet**

Vi noterade i avsnitt 3.3 att den korporativistiska svenska modellen nådde sin höjdpunkt under andra halvan av 1960-talet. Näringslivet dominerades då äggarmässigt av ett litet antal identifierbara aktörer, och överenskommelser kunde ingås mellan eliter. Trots att ett resultat av kampen mot löntagarfonder var en bred acceptans för enskilt äggande i företagssektorn fortsatte politiken avseende beskattning, sparande och arbetslagstiftning, om än i lägre grad än tidigare, att uppmuntra en utveckling mot ökat institutionellt äggande, ökad dominans för stora kapitalintensiva företag och ökad skuldfinansiering.

Koncentrationen av kontrollrättigheter fortsatte emellertid att öka i företag som var noterade på Stockholmsbörsen fram till slutet av 1990-talet. De viktigaste kontrollmekanismerna var aktier med differentierad rösträtt, ask-i-ask-äggande och korsäggande. Användningen av aktier med differentierad rösträtt för att säkerställa koncentrerad kontroll ökade kraftigt efter mitten av 1960-talet – se *tabell 9*. Under kvartsseklet 1968–1992 ökade procentandelen börsnoterade företag som använde aktier med differentierad rösträtt från 32 till 87 procent. Andelen har dock sjunkit kraftigt på senare år och var vid ingången av 2006 nere på 51 procent.

Tabell 9 Procentandel börsnoterade bolag på Stockholmsbörsen med aktier med differentierad rösträtt, valda år 1968–2006.

År	Andel	Antal bolag	År	Andel	Antal bolag
1968	32	146	1986	74	217
1972	36	134	1992	87	202
1977	44	130	1998	63	304
1981	54	128	2006	51	271

*Källa:* Bergström och Rydqvist (1990), Isaksson och Skog (1994), Agnblad m.fl. (2001) och Fristedt och Sundqvist (2006).

Det viktigaste medlet för att utöva kontroll över de större företagen har varit (och är fortfarande i många fall) investmentbolag organiserade för ask-i-ask-ägande. Dessa investmentbolag har en privilegierad ställning i skattelagstiftningen. De är befriade från skatt på reavinsten och aktieutdelningar. Den enda skatt de påförs är en proportionell skatt på substansvärdet av det totala innehavet vid årets slut.<sup>23</sup> Skatten är för närvarande 1,5 procent, men en ny lagstiftning 2003 har befriat investmentbolag helt från skatt på alla innehav där rösträttsandelen överstiger 10 procent. De mest betydelsefulla av dessa investmentbolag kom till som ett resultat av en ny lagstiftning 1934 som förbjöd banker att äga aktier. Som Petersson (2001) har visat bildades en andra omgång investmentbolag under första hälften av 1960-talet. Alla hade nära anknytning till specifika banker, och i en detaljerad analys av sex av dem dokumenterar Petersson ett totalt förvärv av 111 – för det mesta medelstora – familjeägda bolag under perioden 1962–1989. I vissa fall förvärvades stora bolag: 19 förvärv gällde bolag med mer än 500 anställda. År 1971 var så många som 19 investmentbolag börsnoterade (Lindgren, 1994b). Denna utveckling var oundviklig med tanke på i hur hög grad skattesystemet missgynnade enskilt ägande av företag. Under denna period sålde ett stort antal entreprenörer sina företag till investmentbolag eller till andra stora företag och emigrerade.<sup>24</sup>

Avregleringen av de inhemska kapitalmarknaderna under 1980-talet (se *tabell 5*) gav upphov till nya aktörer med gynnsamma möjligheter på ägarmarknaden och de bankrelaterade ägargruppernas unika position underminerades snabbt. Nödvändigt kapital

<sup>23</sup> Denna skatt kan undvikas helt om investmentbolaget betalar utdelningar till sin ägare som är åtminstone lika stora som summan av de mottagna utdelningarna och den proportionella skatten.

<sup>24</sup> Lindkvist (1990) rapporterar att 30 000 svenskar som emigrerade under perioden 1965–1989 fick tillstånd av Riksbanken att exportera kapital från Sverige.

kunde uppåddas för (ibland fientliga) övertaganden, styckning av företag (*asset-stripping*) osv. Under 1980-talet exploderade också uppköpen. Under 1950-talet förekom det omkring ett uppköp om året på den svenska aktiemarknaden. Det ökade till i genomsnitt tre under 1960-talet och till fyra under 1970-talet.<sup>25</sup> Under perioden 1980–1992 förekom 253 bud om övertagande bland bolag där både budgivaren och målföretaget var noterade på Stockholmsbörsen, och 212 av buden fullföljdes (Agnblad m.fl., 2001).

För att avvärja dessa nya hot blev det vanligt med korsägande. Detta existerade knappast under 1970-talet, men det fick snabbt allt större betydelse under 1980-talet. År 1988 förekom 26 fall av korsägande bland börsnoterade företag, och de inblandade företagen innehade åtminstone 2 procent av varandras rösträtter.<sup>26</sup>

Aktier med differentierad rösträtt, ask-i-ask-ägande och det stora antalet övertaganden ledde till en markant ökad koncentration av ägarkontrollen – det genomsnittliga röstvärdet för den största enskilda ägaren i ett börsnoterat bolag ökade med ungefär 15 procentenheter från slutet av 1970-talet till 1991. Bland 165 företag med rösträttsdifferentiering på 1 till 10 hade den största ägaren i genomsnitt en röstandel på 53 procent 1991 (Isaksson och Skog, 1994).<sup>27</sup>

Efter avskaffandet av all valutakontroll och alla hinder för utländskt ägande av svenska företag och fast egendom inträdde ett antal förändringar. Först och främst blev det en snabb ökning av utländskt ägande av börsnoterade aktier. Som visas i *figur 4* ökade andelen utländskt ägande från 7 procent år 1989, när valutaregleringen avskaffades, till 40 procent tio år senare. Inhemskas institutioners andel gick ner nästan lika mycket. Andelen utländskt ägande minskade åter något 2001–2002 efter det kraftiga fallet i värderingen av företag i IT-sektorn, men har sedan återigen ökat med någon procentenhet.

Figur 4 Ägarandelar för olika ägarkategorier av svenska börsnoterade aktier som andel av börsvärdet, 1983–2005.

---

<sup>25</sup> Isaksson och Skog (1994).

<sup>26</sup> Isaksson och Skog (1994).

<sup>27</sup> Den genomsnittliga andelen av kapitalet var 35 procent.

Ännu viktigare är, som visas i *figur 5*, att antalet anställda i helt utländskt ägda företag (för det mesta helägda dotterbolag eller filialer till utländska multinationella bolag) har ökat kraftigt i Sverige under de två senaste decennierna. År 1980 var ungefär 114 000 svenskar anställda i utländska bolag. År 2004 hade denna siffra stigit till 545 000, och nästan en av fyra anställda i näringslivet (24 procent) arbetade för ett utländskt företag (ITPS, 2005).<sup>28</sup>

Figur 5      Antal anställda i utlandsägda företag och deras andel av de anställda i näringslivet, 1980–2004.

Fram till slutet av 1980-talet etablerade sig utländska företag i Sverige huvudsakligen genom att göra s.k. *greenfield investments* (nyinvesteringar och nyetableringar). Efter det att ASEA gick upp i Brown Boveri 1987 och blev ett Schweiz-baserat företag har många – ofta mycket stora – svenska företag gått över i utländskt ägo.<sup>29</sup>

Utländska ägare har på så sätt påtagligt ökat kontrollen över den svenska företagssektorn genom förvärv av svenska företag. I termer av total aktivitet gäller den största delen av denna ökning förvärv av företag som är noterade på Stockholmsbörsen och kontrollerade av svenska ägare.<sup>30</sup> Kontrollen över de börsnoterade företagen blev emellertid ännu mer koncentrerad åtminstone fram till sent 1990-tal. Agnblad m.fl. (2001) tillhandahåller en detaljerad analys av kontrollsituationen bland de 304 börsnoterade företagen i slutet av 1998. Vid det laget kontrollerade den största aktieägaren i genomsnitt 38 procent av rösterna. I 34 procent av företagen hade den kontrollerande ägaren mer än 50 procent av rösterna och 82 procent av bolagen hade en väldefinierad ägare med mer än 25 procent av rösterna, vilket i praktiken innebar operativ kontroll av företaget. Härav framgår att det typiska företaget hade *en* tydligt definierad

---

<sup>28</sup> Trenden är liknande i alla industriländer men mer uttalad i Sverige. Under andra halvan av 1990-talet var ingående direktinvesteringar mycket höga i Sverige, både i absoluta tal och i jämförelse med andra länder. I genomsnitt motsvarade de 55 procent av de totala bruttoinvesteringarna. Detta kan jämföras med en motsvarande nivå på 31 procent i Irland, det land som oftast nämns i detta sammanhang (UNCTAD, 1999; OECD, 1992).

<sup>29</sup> Den utländska ägardominansen är mest påfallande inom läkemedelsindustrin med en ägarandel på ca 86 procent.

<sup>30</sup> Henrekson och Jakobsson (2002) dokumenterar att omkring 30 börsnoterade företag såldes till utländska ägare efter ASEA-Brown Boveri-affären 1987 fram till slutet av 2002.

kontrollägare. I de flesta fall var kontrollägaren en familj eller en enda person (62 procent av alla börsnoterade bolag).

Nyintroduktions-(IPO-)aktiviteten blev också gradvis allt mer intensiv i Sverige med start under tidigt 1980-tal. Holmén och Högfeldt (2004) rapporterar 352 nya introduktioner på Stockholmsbörsen mellan 1979 och 1997. Antalet nyintroduktioner under åren 1998–2001 var 35, 55, 62 respektive 24 stycken. Det blev alltså en formlig IPO-explosion under slutet av 1990-talet. Aktiviteten avstannade nästan helt efter att IT-bubblan sprack, och 2002 var antalet nyintroduktioner bara tio. Aktiviteten har dock återigen ökat i takt med att börsen vände upp i början av 2003. Bland de 352 nyintroduktioner som Holmén och Högfeldt undersökte kontrollerades 69 procent av företagen av familjer eller enskilda individer. De privata kontrollägarna behöll vanligtvis alla aktier med högt röstvärde (A-aktier), och de hade i genomsnitt 68,5 procent av rösträtterna efter börsintroduktionen. Om bolaget var intakt fem år senare, och om det inte hade hamnat i allvarliga finansiella svårigheter, hade de ursprungliga ägarna fortfarande två tredjedelar av rösterna fem år efter introduktionen. Vid försäljning såldes kontrollposter alltid som ett block i sin helhet eller i anslutning till ett övertagande för att inte aktiernas kontrollvärde skulle gå förlorat (Bebchuck m.fl., 1999).

De största företagen började använda sig av investmentbolag, organiserade som holdingbolag med ask-i-ask-ägande, som viktiga kontrollmekanismer. Efter de genomgripande förändringarna i skattesystemet i början av 1990-talet avvecklades de flesta investmentbolagen successivt. Två av dem, Investor och Industrivärden, stärkte däremot gradvis sin kontroll ytterligare. Investor står under enskild kontroll av familjen Wallenberg, och Industrivärden kontrolleras av en ledningsgrupp med täta band till Handelsbanken. Agnblad m.fl. (2001) rapporterar att Investor, det vill säga Wallenberg-sfären, 1998 kontrollerade 14 stora börsnoterade bolag med ett marknadsvärde på cirka 42 procent av det totala börsvärdet. Med en ägarandel på 19,4 procent (41,3 procent av rösterna) hade Wallenbergstiftelserna fullständig kontroll över Investor. Investors andel av det totala börsvärdet var i sin tur 4,6 procent. Således räckte Wallenbergstiftelsens ägande av ungefär 1 procent av börsens totala marknadsvärde till för att kontrollera 42 procent av det totala marknadsvärdet på Stockholmsbörsen (se *figur 6a*).

Vid utgången av år 2005 hade sfären fortfarande ett stort inflytande på börsen, men detta hade sjunkit betydligt jämfört med läget i slutet av 1990-talet. Som framgår av *figur 6b* hade Investor ett dominerande inflytande i 11 bolag på Stockholmsbörsen och utöver detta hade Wallenbergstiftelserna direkt ett större ägande i tre börsnoterade bolag. Dessa 14 bolag utgjorde nu endast 32 procent av det totala börsvärdet och Wallenberg-sfärens röstandelar i de aktuella företagen var i genomsnitt lägre än 1998. Den genomsnittliga röstandelen i de 14 bolagen var 23,3 procent 1998 jämfört med 21,1 procent 2005.<sup>31</sup> Detta avser ovägda genomsnitt. Om istället rösträttsandelarna vägs med företagets storlek (mätt som börsvärde) blir den genomsnittliga rösträttsandelen 26,4 procent 1998 och 13,8 procent 2005. Mätt på detta sätt har således rösträttsandelen i Wallenbergs-sfärens 14 kärninnehav näst intill halverats sedan 1998.

Figur 6a Wallenberg-sfärens kontroll över svenska bolag genom Investor AB, slutet av 1998.

Figur 6b Wallenberg-sfärens kontroll över svenska bolag genom Investor AB och via Wallenbergstiftelserna direkt, 31.12.2005.

På samma sätt kontrollerade Handelsbanken-sfären, genom Industrivärden, 11 börsnoterade bolag, vilket utgjorde 12 procent av det totala börsvärdet i slutet av 1998. Tillsammans kontrollerade de två ägarsfärerna vid slutet av 1990-talet alltså 54 procent av det totala marknadsvärdet genom att använda två investmentbolag med ett marknadsvärde på 6,2 procent av börsen (Agnblad m.fl., 2001).

Sammanfattningsvis karakteriserades Stockholmsbörsen under slutet av 1990-talet av en extrem klyfta mellan kapitalägande och kontrollkontroll. Det är särskilt tydligt att Wallenbergfamiljen varit mycket skickligare än andra väletablerade familjer på att dra nytta av det ägarvakuum som uppstod genom den långtgående institutionaliseringen av ägandet under efterkrigstiden (Lindgren, 1994a). Det är dessutom tydligt att grundare av bolag som börsnoterats med få undantag lyckats behålla full kontroll över sina bolag, och att externa investerare följaktligen har varit villiga att förvärva avsevärda kapitalandelar utan att kräva något reellt inflytande. Denna extrema separering av ägande och

---

<sup>31</sup> Nedgången förklaras av en stor utspädning av röststyrkan i AstraZeneca jämfört med röststyrkan i Astra, ett minskat ägande i ABB och minskningen av rösträttskillnaden i Ericsson från 1:1000 till 1:10.

kontrollmakt förklaras genom det sätt på vilket skattepolitiken och den bolagsrättsliga lagstiftningen har behandlat enskilda ägare. Avsikten med skattepolitiken på detta område har varit att inskränka den individuella förmögenhetsbildningen, medan den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen har givit företagsamma individer eller familjer stort utrymme att basera sin kontroll över ett företag på en relativt smal kapitalbas.

Politiken har således samtidigt hållit tillbaka den privata förmögenhetsbildningen och gynnat ett koncentrerat kontrolläggande. Detta har fått djupgående effekter på de normer som i hög grad styr kapitalägares och entreprenörers beteende. I detta avsnitt har vi sett att de mäktigaste svenska kapitalägarna i stor utsträckning varit beredda att avstå från privat förmögenhetsuppbyggnad i utbyte mot ökade möjligheter att stärka kontrollen av sina företag. I nästa avsnitt ska vi se att detta mönster också gäller för mindre svenska entreprenörer.

## **6 Den svenska ägarmodellen vid skiljevägen**

Normen bland de stora kontrollägarna att prioritera kontroll framför avkastning gäller också mer generellt. Svenska entreprenörer/näringsidkare uppvisar nämligen starka preferenser för kontroll i allmänhet. En omfattande analys av detta är Davidsson (1989). Han studerar 400 företag med 2–20 anställda inom fyra näringsgrenar och finner att när tillväxt förväntas leda till förlust av kontroll för grundaren har detta en starkt avskräckande effekt på viljan till tillväxt. Wiklund m.fl. (2003) erhåller samma resultat i en uppföljningsstudie, där de granskar ett större urval företag under mitten av 1990-talet.<sup>32</sup> Cressy och Olofsson (1996) och Berggren m.fl. (2000) är två andra studier som redovisar samma mönster.

På liknande sätt finner Holmén och Högfeldt (2004) att familjeägda bolag med hög tillväxtpotential tenderar att vara underkapitaliserade i jämförelse med likvärdiga bolag med en annorlunda kontrollstruktur. Som ett resultat av detta investerar de familjekontrollerade företagen mindre än i övrigt jämförbara företag, eftersom den

---

<sup>32</sup> Saemundsson (1999) studerar särskilt spinoff-företag kopplade till universiteten där han finner ett liknande mönster. Dessa företag är ofta ovilliga att växa om det resulterar i förlust av kontroll och oberoende.



tillförsel av nytt kapital som erfordras vid en högre investeringstakt skulle späda ut familjens kontroll i bolaget.<sup>33</sup>

Denna prioritering av kontroll framför tillväxt ligger helt i linje med en institutionell miljö där det är riskabelt att satsa på snabb tillväxt. När regelverket dessutom motverkar individuell förmögenhetsbildning föredrar många att inte investera och avstår från expansion.

Det finns många indikationer på att den observerade "kontrollkulturen" har negativa effekter på tillväxt och ekonomisk dynamik inom företagssektorn. Det är belysande att jämföra denna kultur med den som verkar dominera i framgångsrika kluster i den amerikanska ekonomin. Ett typiskt drag i den amerikanska venture-kapitalismen är att entreprenören som har startat företaget köps ut av venture-kapitalisten på ett tidigt stadium i företagets livscykel.<sup>34</sup> Grundaren/entreprenören förlorar visserligen kontrollen, men samtidigt blir han eller hon oftast mycket förmögen genom uppköpet och försäljningen av sina återstående aktier (Gompers och Lerner, 2001). Både entreprenören och riskkapitalisten satsar vanligen de värden som frigjorts i nya projekt. Detta är uppenbarligen en modell som lättare kan förmodas leda till start av utvecklingsföretag och andra nyetableringar än den svenska modellen där entreprenören tenderar att klamra sig fast vid kontrollen av det egna företaget under hela sin företagarkarriär.

Empiriska analyser bekräftar tydligt att detta förmodande är riktigt. Inte ett enda av de 50 största företagen i Sverige år 2000 grundades efter 1969 (*figur 7*). Det kan jämföras med den väsentligt annorlunda situationen i USA under de senaste decennierna, där nya och snabbväxande företag genererar de flesta nya arbetstillfällena (Audretsch och Thurik, 2000).

Figur 7 Etableringstidpunkt för Sveriges 50 omsättningsmässigt största privata företag år 2000.

Låt oss nu övergå till den aktuella och likartade utvecklingen av kontrollstrukturen i storföretagssektorn. Wallenberggruppens betydelse är för närvarande i avtagande. Som

---

<sup>33</sup> Detta stämmer överens med vad Morck m.fl. (2000) kommer fram till avseende Kanada. De fann att företag där kontrollen har ärvts växer långsammare än jämförbara företag med spritt ägande.

<sup>34</sup> Empiriska belägg för denna process ges av Hellman och Puri (2002).

vre redan konstaterat kontrollerade Investor AB i slutet av 1990-talet 14 stora börsbolag (Agnblad m.fl., 2001). I slutet av 2005 hade Investor kvar en röstandel som överskred 20 procent i endast sex börsbolag (Saab, WM-Data, Electrolux, Gambro, Scania och Atlas Copco), och de hade en röstandel på 19,6 procent i Ericsson, 19 procent i SEB och 10,9 procent i OMX (Fristedt och Sundqvist, 2006). Förutom Investor och Industrivärden (och i mindre utsträckning Kinnevik) har de många investmentbolagen antingen försvunnit helt genom styckning eller krympt i storlek via system för återköp av aktier eller en utskiftning av aktierna i enskilda företag direkt till investmentbolagets aktieägare på *pro-rata*-basis.

Den huvudsakliga anledningen till denna utveckling har att göra med de växande och allt mer internationaliserade aktiemarknaderna. I en sådan miljö har investmentbolagen varken kapacitet att expandera eller den flexibilitet som behövs för att bibehålla sin ställning. Det finns flera anledningar till detta. För det första handlas investmentbolagens aktier vanligen med en betydande rabatt jämfört med nettovärdet på deras tillgångar. Detta är inte något nytt fenomen. Som framgår av *figur 8* har Investor alltid handlats med rabatt jämfört med nettovärdet på sina tillgångar. Ibland har rabatten varit så hög som 40 procent.

Figur 8 Investmentbolagsrabatt för Investor, 1930–2005 (procent).

Så länge investmentbolagen handlas till rabatt kan de inte emittera nya aktier. Med tanke på att hela aktiemarknaden växer är det därför praktiskt taget omöjligt för dem att utöka sina resurser i takt med tillväxten på den totala aktiemarknaden.

För det andra är investmentbolagens kontroll ofta baserad på historiska innehav av A-aktier med högt röstvärde. Det är i regel svårt att komma över A-aktier i andra företag, och när de är förhindrade att emittera nya aktier, är det bästa ett investmentbolag med kontrollambitioner kan göra att bibehålla kontrollen över sina historiska innehav. För det tredje är investmentbolagen inte helt befriade från skatt. Det utgår en proportionell skatt på 1,5 procent av värdet av nettotillgångarna vid årsslutet. Denna skatt kan undvikas genom att investmentbolaget betalar höga utdelningar till sina aktieägare, men detta

försvagar ytterligare deras möjlighet att behålla kontrollen.<sup>35</sup> För det fjärde har bolag som kontrolleras genom högt röstvärde och låg kapitalandel ofta fått en låg värdering. I två spektakulära fall (Electrolux och SKF) har detta tvingat Investor till att frivilligt minska A-aktiernas röstvärde från 1000 till 10 (Reiter, 2003).<sup>36</sup> Efter en utdragen och hetsig diskussion blev Ericsson det sista återstående bolaget som år 2003 minskade röstdifferensen mellan A- och B-aktier från 1:1 000 till 1:10.

I många fall, och särskilt i fallet Wallenbergfamiljen, är makten knuten till aktieinnehav i en familjestiftelse i toppen av pyramiden. Familjestiftelser är skattebefriade förutsatt att de donerar 80 procent av utdelningsintäkterna till ändamål som saknar kommersiellt syfte. Detta inte bara försvagar deras finansiella styrka utan liknar i mycket en skatt – med den skillnaden att stiftelsen har friheten att bestämma hur ”skatten” ska användas. Trots att stiftelserna är befriade från reavinstskatt hämmas familjestiftelserna ändå av detta krav eftersom de knappast kan generera medel som är tillräckliga för att expandera lika snabbt som den aggregerade aktiemarknaden. Systemet skapar också incitamentproblem. När dynastiska ambitioner inte längre tjänar som en tillräckligt stark drivkraft kan familjestiftelser inte längre upprätthålla sin kompetens som ägare i samma utsträckning som de ägare som fritt kan disponera sina vinster.

Att globaliseringen av tillgångsmarknaderna i allmänhet tenderar att missgynna ägare av bolag med en bred klyfta mellan kontrollrätter och volymmässigt kapitalinnehav har observerats av bland annat Giannetti och Simonov (2006) och Denis och McConnell (2003). När spelplanen utjämnas mellan investerare och finansieringskällor minskar incitamenten till låga utdelningar och finansiering genom återinvesterade vinstmedel. Detta påverkar företagets marknadsvärde positivt och det blir åter mer attraktivt att finansiera företaget genom nyemissioner. Detta ställer de gamla ägarna inför ett mycket svårt val. Antingen måste de avstå från snabb expansion, och därmed säga nej till affärsmöjligheter och/eller riskera ett bud på företaget, eller så måste de späda ut sin egen ägarandel och därmed sina kontrollrättigheter.

---

<sup>35</sup> Från och med 2003 kan denna skatt i hög grad undvikas eftersom den inte tas ut på innehav där investmentbolagets röstandel är åtminstone 10 procent.

<sup>36</sup> I fallet Electrolux reducerade denna åtgärd Wallenbergsfärens röstandel från 94 till 25 procent.

## **7 Den framtida ägarmodellen: hinder och utmaningar**

Vi har i denna uppsats visat att den svenska ägarmodellen tidigare hotats från politiskt håll genom planen att införa löntagarfonder. Det kan te sig som om den återigen är på väg att utsättas för ett politiskt hot. Denna gång kommer hotet i form av krav på att införa regler som tar bort möjligheterna till ökad kontrollmakt genom differentierad rösträtt. Detta krav har framförts i den offentliga svenska debatten, men inget politiskt parti har tagit upp förslaget på sin agenda. Ett mer akut hot har kommit från EU-kommissionens planer på att begränsa möjligheterna att kontrollera företag genom emission av aktier med differentierad rösträtt. Planerna har tillsvidare skrinlagts (februari 2006), men de finns fortfarande kvar på kommissionens agenda. Det finns dock mycket som talar emot ett genomförande av en sådan regel. För det första innebär utfärdandet av A- och B-aktier ett frivilligt kontrakt mellan köpare och säljare. Köparen av B-aktier har gjort köpet i fullt medvetande om B-aktiernas lägre rösträtt. Det är också, som vi sett, uppenbart att många nyintroduktioner på börsen inte skulle ha ägt rum om företagsägaren varit förhindrad att använda sig av A- och B-aktier vid introduktionen.

Diskussionen om lagar och institutioner på de finansiella marknaderna utgår ofta från amerikanska förhållanden. Där är, generellt sett, skillnaderna mellan utdelningsrätter och rösträtter liten och företag med rösträttsdifferentiering är ovanliga. Detta är dock ett resultat av marknadens värdering av olika aktieslag. Något förbud mot rösträttsdifferentiering finns inte på den amerikanska marknaden. I den amerikanska finanslitteraturen, som är helt dominerande på området, betraktas den amerikanska ordningen med spritt ägande och tjänstemannastyrning i företagen som den naturliga normen, medan familjeägande baserat på rösträttsdifferentiering betraktas som en avvikelse behäftad med många nackdelar. Som något av en nyupptäckt konstaterar dock Morck m.fl. (2005) i sin nyligen publicerade översiktsartikel, att i ett internationellt perspektiv är det den amerikanska (och brittiska) modellen som är undantaget. Den förhärskande modellen för företagsägande världen över är familjeägande. När de familjeägda företagen är börsnoterade är vanligen en familj kontrollägare genom en separation av utdelningsrätter och kontrollrätter. Det vanliga är dock att separationen åstadkoms genom ask-i-ask-ägande. Generellt sett finns det flera metoder att separera utdelningsrätter och kontrollrätter, varav differentierad rösträtt är en. Ett förbud mot just

denna metod skulle i de flesta länder utom Sverige vara relativt verkningslös. Här skulle dock de potentiella effekterna bli mycket stora genom att metoden har så stor användning.

Morck m.fl. (2005) finner att separation av utdelningsrätter och kontrollrätter ofta går hand i hand med svaga institutioner, dålig genomlysning och ett svagt skydd för minoritetsägare. De konstaterar dock samtidigt att många europeiska länder kombinerar separation av ägandet med starka institutioner, genomlysning och minoritetsskydd. Detta torde numera också gälla Sverige. Söderström (2003) drar också i sin genomgång av *corporate governance*-litteraturen slutsatsen att det inte går, trots stora variationer i de nationella systemen, att finna belägg för att en viss modell för ägande och företagskontroll är otvetydigt bättre än andra modeller. Vilken modell som fungerar bäst är i hög grad situationsbundet. Spårberoendet är också starkt, dvs. varje land tenderar att ha ett system som "hänger ihop". Vad som är viktigt är att inte lägga sådana restriktioner på de nationella systemen att en organisk anpassning av den rådande ägarmodellen försvåras.

Även om det sålunda finns starka skäl emot en lagstiftning som förbjuder rösträttsdifferentiering, så har det framgått av analysen i de tidigare avsnitten att den traditionella svenska ägar- och kontrollmodellen är hotad. Hotet kommer dock inte i första hand från det politiska hållet utan från globaliseringen och från utvecklingen på de finansiella marknaderna.

För det första kanaliseras en växande andel sparande till institutioner. Detta är ett resultat av flera faktorer: en större andel av pensionssystemet fonderas och frivilligt pensionssparande gynnas i hög grad av skattesystemet. För det andra har staten slutat att sälja ut sitt aktieinnehav och blivit den största ägaren på Stockholmsbörsen med cirka 4 procent av det totala börsvärdet i december 2005.<sup>37</sup> För det tredje kan investmentbolag inte skaffa kapital genom nyemission och är därför dömda att minska i relativ betydelse med tiden. För det fjärde blir institutionella investerare allt mer ovilliga att acceptera aktier med differentierad rösträtt, och sätter därmed press på börsbolag att minska skillnaden mellan kapitalandelar och rösträttsandelar.

---

<sup>37</sup> Fristedt och Sundqvist (2006) samt pressmeddelande från OMX-gruppen

Att så är fallet framgår inte minst av den kraftiga nedgången i andelen företag på Stockholmsbörsen som använder sig av rösträttsdifferentiering, se vidare tabell 9.

I *tabell 10* anges samtliga tillgångar i statliga och korporatistiska pensionsfonder vid årsskiftet 2004/2005.

Det är tydligt att fondernas tillgångar är mycket stora jämfört med den totala aktiemarknaden: deras sammanlagda tillgångar är cirka 74 procent av det totala börsvärdet på Stockholmsbörsen, och med tanke på de allomfattande pensionssystemen kommer dessa fonder säkert att öka i betydelse som finansieringskälla i jämförelse med andra källor.

Tabell 10 De statliga och korporatistiska fondernas totala tillgångar och investeringar på den svenska börsen, 2004-12-31.

Fond	Investeringar på Stockholmsbörsen	Totala tillgångar
AFA Försäkring	21,6	170,7
Alecta	45,1	340,0
AMF Pension	49,3	271,8
AMF Pension Fonder	11,5	141,1
Andra AP-fonden	28,7	158,1
Fjärde AP-fonder	28,4	151,4
Första AP-fonden	18,1	156,8
KP Pension och försäkring	5,4	45,2
Länsförsäkringar fonder	10,1	140,0
Skandia Liv	28,6	250,0
Tredje AP-fonden	24,8	160,3
Totalt inhemska fonder	271,6	1 985,4
Totalt börsvärde	2 699	
Inhemska fonders ägarandel, (%)	10	
Total placeringskapacitet i statliga och korporatistiska fonder som andel av det totala börsvärdet (%)		74

*Anm:* Alla uppgifter är uttryckta i miljarder kronor per den 30 december 2004.

*Källa:* Fristedt och Sundqvist (2006) samt årliga finansrapporter från respektive fond.

Hur kan man då tänka sig framtiden för den svenska ägarmodellen under nuvarande förhållanden? Det är svårt att tänka sig att endast *en* modell kommer att ersätta den traditionella kontrollmodellen. Ett antal nya ägarmodeller kommer troligen att bli viktigare på bekostnad av den gamla modellen:

1. *Utländskt helägande.* I detta fall blir svenska företag dotterbolag i utländskt ägda företag, främst stora multinationella företag.
2. *Spritt ägande.* I detta fall kan företaget ha både svenska och utländska ägare, och ingen ägare eller ägargruppering utövar något dominerande inflytande. Detta leder sannolikt till tjänstemannakontroll.
3. *Korporatistiska eller statliga pensionsfonder som kontrollerande ägare.* Detta är en trolig modell i en rad fall i framtiden, eftersom fonderna tillsammans med staten är de största ägarna på börsen.
4. *Entreprenör uppbackad av korporatistiska fonder eller staten.* Denna modell är en högst trolig variant av modell nummer 3. I en tid av kris för ett visst företag är det lätt att tänka sig situationer där statliga och korporatistiska fonder ställer upp tillsammans med betrodda enskilda investerare eller en privat grupp av investerare för att "rädda kvar" företaget i Sverige.

Ett av problemen med den gamla modellens tillbakagång är att den "pensionsfondskapitalism" som håller på att utvecklas förutsätter att skattesystemet bereder väg för skatteeffektiva prestationsrelaterade kontrakt som förmår entreprenörer, portföljförvaltare och riskkapitalister att agera som om de investerade sina egna privata pengar. Användningen av aktieoptioner för att uppmuntra och belöna entreprenörsbeteende bland anställda missgynnas emellertid kraftigt av skattesystemet, eftersom vinsten på optioner beskattas som löneinkomst när aktieoptionerna har anknytning till anställningen. Avkastningen på optionerna beläggs således både med obligatoriska sociala avgifter (33 procent) och marginalskattesatsen. Eftersom marginalskattesatsen är ungefär 57 procent innebär detta en total skattesats på ca 68 procent år 2005.<sup>38</sup>

---

<sup>38</sup> Detta kontrasterar starkt till USA där en anställd som tar emot aktieoptioner kan skjuta upp skattskyldigheten till tidpunkten för aktiernas försäljning snarare än till tidpunkten då de utnyttjar optionsrätten. I allmänhet blir det (i) inga skattekonsekvenser för den anställda vid tilldelningen eller utnyttjandet av optionen; (ii) den anställda beskattas på reavinstnivå när aktier som förvärvats efter det att optionen har utnyttjats säljs efter en viss innehavsperiod, och (iii) arbetsgivaren medges inget avdrag. Denna lagändring flyttade skatterisken i optionerna till staten och därmed uppnåddes två saker: den potentiella vinsten på optionerna ökade, och enskilda personer med ansträngd likviditet kunde sälja aktier när de så önskade (Misher, 1984).

I praktiken kan optioner därför inte användas som ett medel för att stimulera till ett entreprenöriellt beteende hos individer med begränsad egen förmögenhet. De kan inte heller användas effektivt för att belöna riskkapitalister eller portföljförvaltare som agerar via venture capital-bolaget. Dessa kan spela en avgörande roll i utvecklingen av små och nya entreprenörsföretag genom att konvertera högrisksatsningar till en mer acceptabel risknivå via riskdiversifiering och genom att bidra med de nyckelkompetenser som entreprenörsföretaget saknar. Detta uppnås genom att man utvecklar arrangemang som harmonierar incitamenten hos de tre nyckelaktörerna – investerare, riskkapitalister och entreprenörer (Zider, 1998; Gompers och Lerner, 2001; Kaplan och Strömberg, 2001). De ovan beskrivna skattereglerna gäller emellertid även för venture capital-branschen, vilket betyder att denna i Sverige inte kan använda kraftfulla incitament (*high-powered incentives*) för att belöna dem som ska driva och utveckla de riskfyllda satsningarna.<sup>39</sup>

De synpunkter vi anfört här ligger väl i linje med Roes (2003) argumentation för nödvändigheten av koncentrerat ägande i länder där den politiska huvudfåran ligger till vänster. Roe hävdar att ett spritt ägande med managementstyrda företag kräver starka incitamentsprogram för att få företagsledningens intressen att sammanfalla med aktieägarnas. Roe hävdar generellt att denna typ av program inte accepteras i länder där politiken har ett starkt ”socialdemokratiskt” inslag.

## 8 Slutsatser

Vi har i denna studie visat att företagskontrollen i Sverige har varit (och fortfarande är) ytterst koncentrerad. Till och med bland de börsnoterade företagen har det normalt varit att en enda individ eller en enda familj haft den fulla ägarkontrollen. Samtidigt har den ekonomiska politiken bidragit till att försvåra individuell förmögenhetsuppbyggnad. Den koncentrerade kontrollen har möjliggjorts genom en växande divergens mellan kontrollrättigheter (röstandelar) och utdelningsrättigheter (kapitalandelar) för de dominerande ägarna. För att uppnå detta har man använt flera mekanismer av vilka de viktigaste har varit aktier med differentierad rösträtt och ask-i-ask-ägande med skattegynnade investmentbolag som huvudsakliga kontrollinstrument.

---

<sup>39</sup> Se Henrekson och Rosenberg (2001) för en fylligare framställning om detta.



Den svenska korporativistiska modellen uppvisar ett antal likheter med korporativistiska modeller på kontinenten, med det finns också drag som är unika för Sverige. Först och främst blev koncentrationen av storföretagens kontroll i Sverige större än i andra europeiska länder. För det andra är den kapitalbas som kontrollen grundar sig på mindre i Sverige än i andra korporativistiska ekonomier i Europa (Agnblad m.fl., 2001). Det senare draget gör den svenska kontrollmodellen särskilt sårbar för hoten från globaliseringen och den ökande dominansen av pensionsfonder på de internationella börserna.

Ett allvarligt hot mot den svenska modellen uppstod under slutet av 1970-talet när förslagen att införa löntagarfonder fick stort politiskt genomslag. Enligt de mest långtgående förslagen skulle detta ha lett till att fackföreningarna fullständigt, om än gradvis, övertog hela den svenska företagssektorn med undantag av de allra minsta företagen. I efterhand kan man konstatera att den följande ideologiska striden markerade slutet för den socialistiska vision som hade varit så viktig i svensk politik under decennier. Efter avvecklingen av löntagarfonderna genomfördes flera marknadsinriktade politiska reformer, och krav på socialisering av den privata sektorn togs bort från socialdemokraternas partiprogram.

I det långa loppet underminerar emellertid den nya mer marknadsliberala ordningen den traditionella svenska korporativistiska kontrollmodellen. Paradoxalt nog kan detta leda till en situation där en stor del av kontrollen över den privata sektorn kollektiviseras. Sedan mitten av 1980-talet har politiskt eller fackligt styrda fonder vuxit snabbt. Deras finansiella tillgångar håller på att bli mycket stora jämfört med andra ägargrupper. Dessutom gör det faktum att marknaden för företagskontroll är helt öppen för internationella aktörer att det blir allt svårare för traditionellt kontrollerande ägare att behålla kontrollen över företag som baseras på en svag kapitalbas. Förlusten av kontroll går för det mesta till på ett av följande två sätt: försäljning av hela företag huvudsakligen till utländska ägare och frivillig minskning av kontrollrättigheter som svar på trycket från större minoritetsägare som blir allt mer ovilliga att acceptera stora skillnader mellan kontroll- och utdelningsrättigheter.

Sammanfattningsvis har vi visat att den traditionella svenska ägar- och kontrollmodellen håller på att förlora sin dominerande ställning och att ett antal olika

kontrollvägar håller på att utkristallisera sig. Ingen av dem är problemfri. Detta dilemma är emellertid inte unikt för Sverige. De flesta länder på den europeiska kontinenten liksom många asiatiska länder står inför liknande problem. Under de närmaste åren blir det en stor utmaning att finna nya vägar för att försäkra sig om aktörer som framgångsrikt kan påta sig ägarrollen inom den svenska företagssektorn.

## Referenser

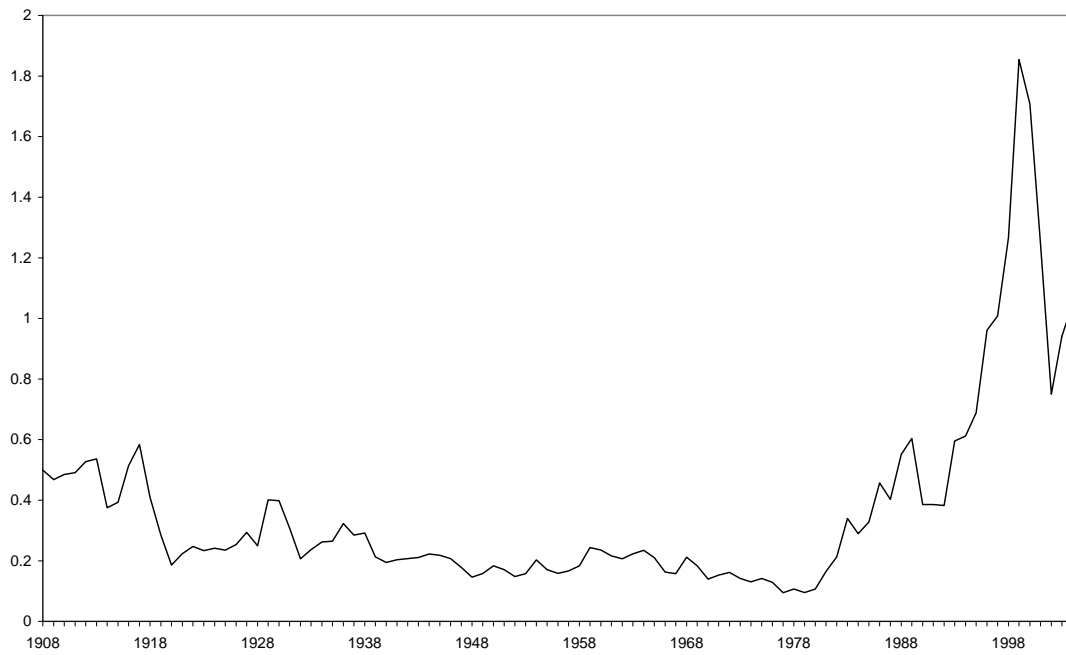
- Agell, J., P. Englund och J. Södersten (1998), *Incentives and Redistribution in the Welfare State. The Swedish Tax Reform*. London: Macmillan.
- Agnblad, J., E. Berglöf, P. Högfeldt och H. Svancar (2001), "Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control". I F. Barca och M. Becht (red.), *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Althaimer, H. (1988), "Börsen och företagens nyemissioner". I I. Hägg (red.), *Stockholms Fondbörs. Riskkapitalmarknad i omvandling*. Stockholm: SNS Förlag.
- Audretsch, D. B. (2002), "The Dynamic Role of Small Firms: Evidence from the US". *Small Business Economics*, vol. 18, nr 1, 13–40.
- Audretsch, D. B. och A.R. Thurik (2000), "Capitalism and Democracy in the 21<sup>st</sup> Century: From the Managed to the Entrepreneurial Economy". *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 10, nr 1, 17–34.
- Bebchuk, L. A., R. Kraakman och G. Triantis (1999), "Stock Pyramids, Cross-ownership, and Dual-class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Ownership Rights". Working Paper No. 6951, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Berggren, B., G. Lindström och C. Olofsson (2000), "Control Aversion and the Search for External Financing". *Small Business Economics*, vol. 15, nr 3, 233–242.
- Bergström, C. och K. Rydqvist (1990), "Ownership of Equity in Dual-Class Firms". *Journal of Banking and Finance*, vol. 14, nr 2, 255–269.
- Bergström, V. (1982), *Studies in Swedish Post-War Industrial Investments*. Akademisk avhandling. Nationalekonomiska institutionen, Uppsala Universitet.
- Berle, A. A. och G. C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan.
- Birch, D. L. och J. Medoff (1994), "Gazelles". I L.C. Solmon och A.R. Levenson. (red.), *Labor Markets, Employment Policy and Job Creation*. Boulder och London: Westview Press.
- Blanchflower, D. G. och A. J. Oswald (1998), "What Makes an Entrepreneur?". *Journal of Labor Economics*, vol. 16, nr 1, 26–60.
- Blyth, M. (2001), "The Transformation of the Swedish Model". *World Politics*, vol. 54, nr 1, 1–26.
- Brown, C. och J. Medoff (1989), "The Employer Size Wage Effect". *Journal of Political Economy*, vol. 97, nr 5, 1027–1059.
- Cressy, R. och C. Olofsson (1996), "Financial Conditions for SMEs in Sweden". I R. Cressy, B. Gandemo och C. Olofsson (red.), *Financing SMEs – A Comparative Perspective*. Stockholm: NUTEK Förlag.
- David, T. och A. Mach (2004), "The Specificity of Corporate Governance in Small States: Institutionalisation and Questioning of Ownership Restrictions in Switzerland and Sweden". In R. Aguilera and M. Federowicz (red.), *Corporate Governance in a Changing Economic and Political Environment. Trajectories of Institutional Change on the European Continent*. London: Palgrave.
- Davidsson, P. (1989), "Entrepreneurship – And After? A Study of Growth Willingness in Small Firms". *Journal of Business Venturing*, vol. 4, nr 3, 211–226.
- Davis, S. J., J. Haltiwanger och S. Schuh (1996), *Job Creation and Destruction*. Cambridge, MA: MIT Press.

- Davis, S. J. och M. Henrekson (1997), "Industrial Policy, Employer Size and Economic Performance in Sweden". I R. B. Freeman, R. Topel och B. Swedenborg (red.), *The Welfare State in Transition*. Chicago: University of Chicago Press.
- Davis, S. J. och M. Henrekson (2005), "Wage-Setting Institutions as Industrial Policy". *Labour Economics*, vol. 15, nr 3, 345–377.
- Denis, D. K. och J. J. McConnell (2003), "International Corporate Governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, nr 1, 1–35.
- Du Rietz, G. (2002), "Kapitalskatterna och den kreativa förstörelsen". I D. Johansson och N. Karlsson (red.), *Den svenska tillväxtskolan: om den ekonomiska utvecklingens kreativa förstörelse*. Stockholm: Ratio.
- Edin, P.-A. och R. Topel (1997), "Wage Policy and Restructuring – The Swedish Labor Market Since 1960". I R. B. Freeman, R. Topel och B. Swedenborg (red.), *The Welfare State in Transition*. Chicago: University of Chicago Press.
- Fristedt, D. och S. I. Sundqvist (2006), *Ägarna och makten*. Stockholm: SIS Ägarservice.
- Galbraith, J. K. (1956), *American Capitalism: The Concept of Countervailing Power*. Boston: Houghton Mifflin.
- Giannetti, M. och A. Simonov (2006), "Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices". *Journal of Finance*, under utgivning.
- Glete J. (1981), *Kreugerkoncernen och krisen på den svenska aktiemarknaden*. Stockholm Studies in History 28. Stockholm: Almqvist & Wiksell.
- Glete, J. (1994), *Nätverk i näringslivet*. Stockholm: SNS Förlag.
- Gompers, P. A. och J. Lerner (2001), *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Hellmann, T. och M. Puri (2002), "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms Empirical Evidence". *Journal of Finance*, vol. 57, nr 1, 169–197.
- Henrekson, M. (1992), "Sweden: Monetary and Financial System". I P. Newman, M. Milgate och J. Eatwell (red.), *The New Palgrave Dictionary of Money & Finance*. London och New York: MacMillan.
- Henrekson, M. och U. 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, M. och D. Johansson (1999), "Institutional Effects on the Evolution of the Size Distribution of Firms". *Small Business Economics*, vol. 12, nr 1, 11–23.
- Henrekson, M. och N. Rosenberg (2001), "Designing Efficient Institutions for Science-Based Entrepreneurship: Lessons from the US and Sweden". *Journal of Technology Transfer*, vol. 26, nr 2, 207–231.
- Hermansson, C.-H. (1962), *Monopol och storfinans*. Stockholm: Arbetarkulturs förlag.
- Holmén, M. och P. Högfeldt (2004), "A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings". *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, nr 2, 324–358.
- Holtz-Eakin, D., D. Joulfaian och H. S. Rosen (1994), "Sticking It out: Entrepreneurial Survival and Liquidity Constraints". *Journal of Political Economy*, vol. 102, nr 1, 53–75.
- Institutet för tillväxtpolitiska studier (ITPS), (2005), *Utlandsägda företag 2004*, S2005:006, Stockholm.
- Isaksson, M. och R. Skog (1994), "Corporate Governance in Swedish Listed Companies". I T. Baums, R.M. Buxbaum och K. J. Hopt (red.), *Institutional Investors and Corporate Governance*. Berlin och New York: Walter de Gruyter.
- Jonung, L. (1994), "The Rise and Fall of Credit Controls: The Case of Sweden, 1939–89". I M. D. Bordo och F. Capie (red.), *Monetary Regimes in Transition*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Josefsson, M. (1988), "Börsbolagen 1987 – en jämförelse med tidigare år". *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, vol. 17, nr 4, 76–91.
- Kaplan, S. N. och P. Strömberg (2001), "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring". *American Economic Review*, vol. 91, nr 2, 426–430.
- Katzenstein, P. (1985), *Small States in World Markets*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- King, M. A. och D. Fullerton (red.), (1984), *The Taxation of Income from Capital. A Comparative Study of the United States, the United Kingdom, Sweden and West Germany*. Chicago: University of Chicago Press.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer och R. W. Vishny (1998), "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, vol. 106, nr 5, 1113–1152.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes och A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World". *Journal of Finance*, vol. 54, nr 3, 471–517.
- Lindgren, G. (1953), "Shareholders and Shareholder Participation in the Larger Companies' Meetings in Sweden". *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 71, nr 2, 281–298.
- Lindgren, H. (1994a). "The Comparative Advantages of Business Groups: Some Swedish Evidence". I M. Dritsas och T. Gourvish (red.), *European Enterprise: Strategies of Adaptation and Renewal in the Twentieth Century*. Aten: Trochalia Publications.
- Lindgren H. (1994b), *Aktivt ägande. Investor under växlande konjunkturer*. Stockholm: Institutet för ekonomisk-historisk forskning.
- Lindh, T. och H. Ohlsson (1996), "Self-Employment and Windfall Gains: Evidence from the Swedish Lottery". *Economic Journal*, vol. 106, nr 439, 1515–1526.
- Lindkvist, H. (1990), *Kapitalemigration*. Doktorsavhandling. Handelshögskolan i Stockholm.
- Maddison, A. (1982), *Phases of Capitalist Development*. Oxford: Oxford University Press.
- Meidner, R. (1978), *Employee Investment Funds. An Approach to Collective Capital Formation*. London: George Allen & Unwin.
- Misher, N. (1984), "Tax Consequences of Exercising An Incentive Stock Option with Stock of the Granting Corporation". *The Tax Executive*, July, 357–363.
- Montgomery A. (1946), *Svensk ekonomisk historia mot internationell bakgrund 1913–1939*. Stockholm: Kooperativa förbundets bokförlag.
- Morck, R. K., D. A. Stangeland och B. Yeung (2000), "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease?" I R. K. Morck (red.), *Concentrated Corporate Ownership*. Chicago: University of Chicago Press.
- Morck, R. K., D. Wolfenzon och B. Yeung. (2005), "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth". *Journal of Economic Literature*, vol. 43, nr 3, 655–720.
- Norrman, E. och C. E. McLure (1997), "Tax Policy in Sweden". I R. B. Freeman, R. Topel och B. Swedenborg (red.), *The Welfare State in Transition*. Chicago: University of Chicago Press.
- NUTEK (1995), *Småföretagen i Sverige 1995*. Stockholm: NUTEK Förlag.
- NUTEK och ALMI (2001), *Tre näringspolitiska utmaningar – Allianser för hållbar tillväxt*. Stockholm: NUTEK Förlag.
- Nycander, S. (2002), *Makten över arbetsmarknaden – ett perspektiv på Sveriges 1900-tal*. Stockholm: SNS Förlag.
- OECD (1982, 1997), *Historical Statistics 1960–1980* och *Historical Statistics 1960–1995*. Paris.
- OECD (1992), *Employment Outlook*, July. Paris.
- Pagano, M. och P. Volpin (2001), "The Political Economy of Finance". *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17, nr 4, 502–519.
- Petersson, T. (2001), "Promoting Entrepreneurship. Bank-Connected Investment Development Companies in Sweden 1962–1990". I M. Henrekson, M. Larsson och H. Sjögren (red.), *Entrepreneurship in Business and Research. Essays in Honour of Håkan Lindgren*. Stockholm: Institutet för ekonomisk historisk forskning.
- Pontusson, J. (1992), *The Limits of Social Democracy. Investment Politics in Sweden*. Ithaca: Cornell University Press.
- Rajan, R. och L. Zingales (2001), "The Influence of Financial Revolution on the Nature of Firms". *American Economic Review*, vol. 91, nr 1, 206–211.
- Reiter, J. (2003) "Changing the Microfoundations of Corporatism: The Impact of Financial Globalisation on Swedish Corporate Ownership?" *New Political Economy*, vol. 8, nr 1, 103–126.
- Roe, M. J. (2003), *Political Determinants of Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press.
- Saemundsson, R. J. (1999), *New Technology-Based Firms Growing into Medium-Sized Firms*. Licentiatavhandling. Institutionen för Industriell Ekonomi, Chalmers Tekniska Högskola.
- Schumpeter, J. A. (1942), *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: George Allen & Unwin.
- SOU 1967:7, *Ägande och inflytande inom det privata näringslivet*. Koncentrationsutredningen. Stockholm: Allmänna Förlaget.
- SOU 1986:23, *Aktiers röstvärde*. Betänkande av röstvärdeskommittén. Stockholm: Liber.
- Spånt, R. (1975), *Förmögenhetsfördelningen i Sverige*. Stockholm: Prisma.
- Steinmo, S. (2003), "Bucking the Trend? Social Democracy in a Global Economy: The Swedish Case Up Close". *New Political Economy*, vol. 8, nr 1, 31–48.

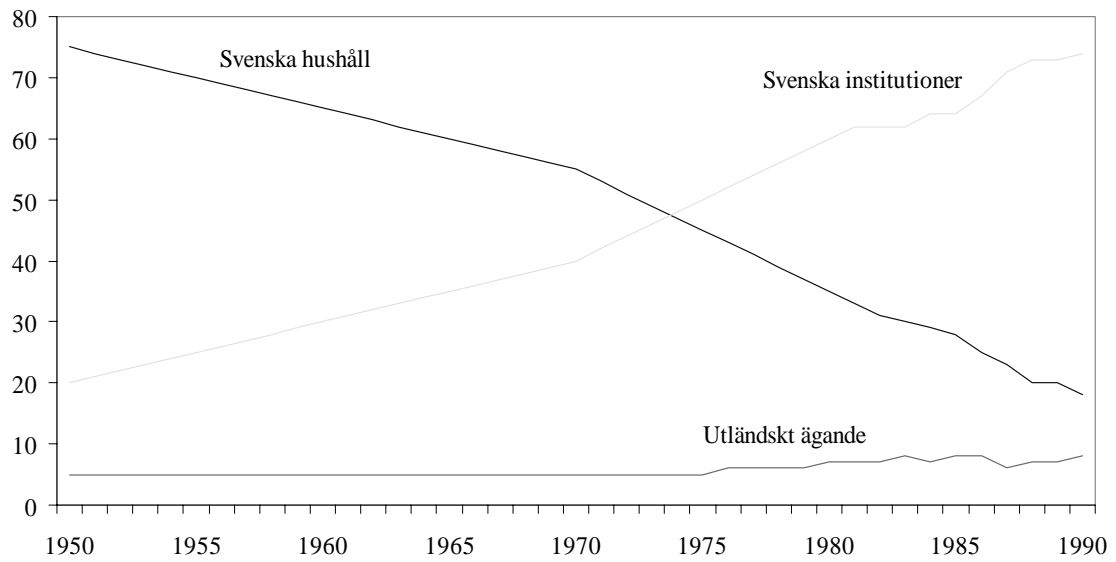
- Stephens, J. D. (1979), *The Transition from Capitalism to Socialism*. London och New York: MacMillan.
- Strandell, A.-C. (2000), "Utlandsägda företag". I *Svenskt näringsliv och näringspolitik 2000*. Stockholm: NUTEK förlag, 38–69.
- Södersten, J. (1984), "Sweden". I M. A. King och D. Fullerton (red.), *The Taxation of Income from Capital. A Comparative Study of the United States, the United Kingdom, Sweden and West Germany*. Chicago: University of Chicago Press.
- Södersten, J. (1993), "Sweden". I D. W. Jorgenson och R. Landau (red.), *Tax Reform and the Cost of Capital. An International Comparison*. Washington D.C.: Brookings.
- Söderström, H. T. (red.) (2003), *Ägarmakt och omvandling. Den svenska modellen utmanad*. Ekonomirådets rapport. Stockholm: SNS Förlag.
- UNCTAD (1999), *World Investment Report 1999*. New York: United Nations.
- Wigforss, E. (1956), *Efter välfärdsstaten*. Stockholm: Tidens förlag.
- Wiklund, J., P. Davidsson och F. Delmar (2003), "What Do They Think and Feel about Growth? An Expectancy-Value Approach to Small Business Managers' Attitudes Toward Growth". *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 27, nr 3, 247–270.
- Zider, B. (1998), "How Venture Capital Works". *Harvard Business Review*, November–December, 131–139.

Figur 1 Marknadsvärdet på Stockholmsbörsen som andel av BNP, 1908–2004.



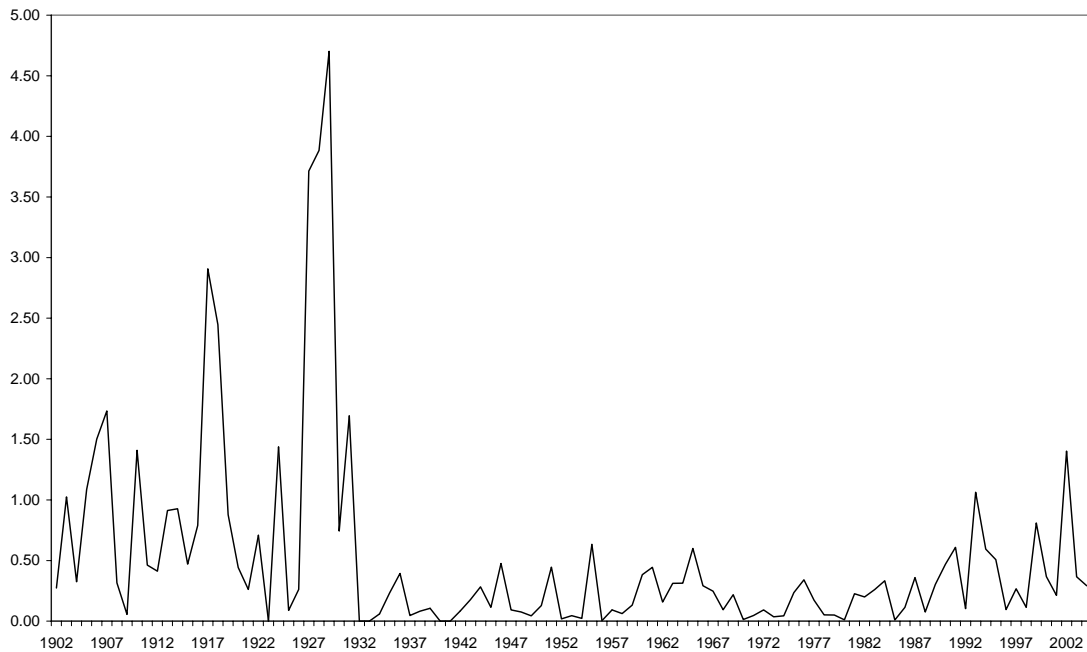
Källa: Daniel Waldenström, SCB och Stockholmsbörsen.

Figur 2 Ägarandelar för olika ägarkategorier av svenska börsnoterade aktie som andel av börsvärdet, 1950–1990.



Källa: Spånt (1975), Norrman och McLure (1997), och uppgifter direkt från SCB och OM Stockholmsbörsen

Figur 3 Den totala volymen av nyemissioner på Stockholmsbörsen som andel av BNP, 1902–2004 (procent).

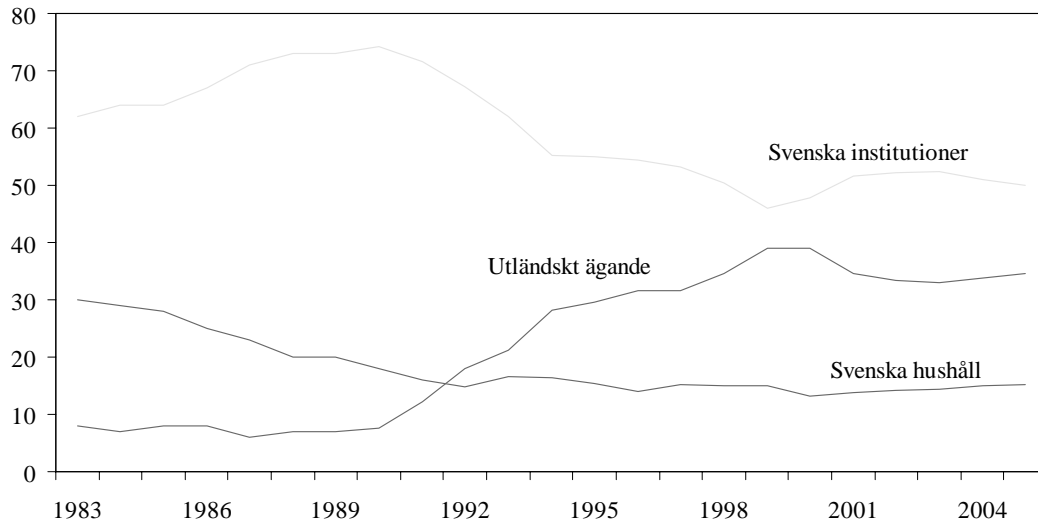


*Anm:* Avser marknadsvärde på nyemissioner gjorda av redan börsnoterade bolag.

*Källa:* Egna beräkningar baserade på uppgifter från Althaimer (1988), årliga rapporter från Stockholmsbörsen och SCB.

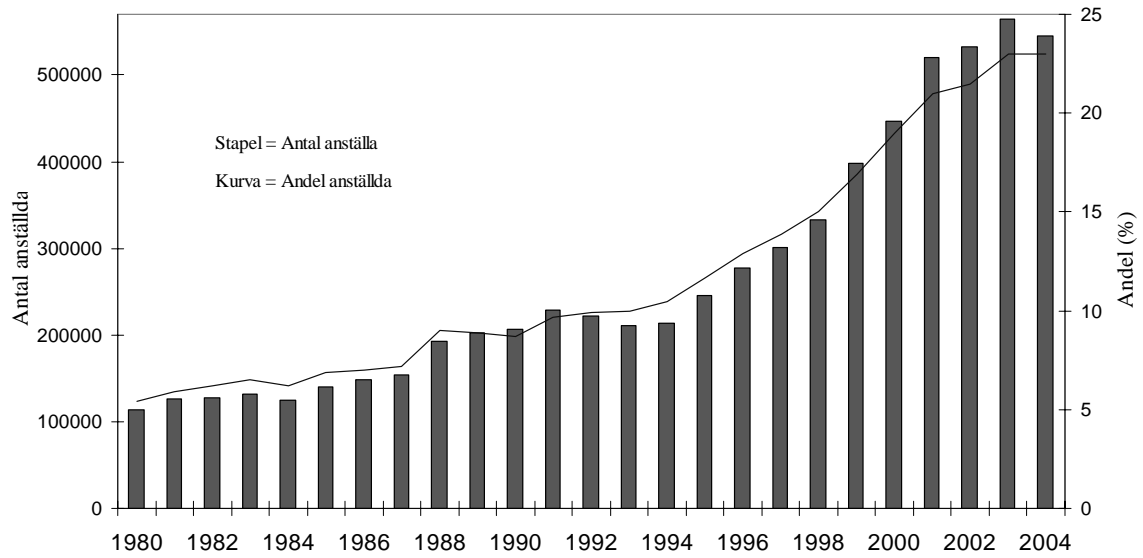


Figur 4 Ägarandelar för olika ägarkategorier av svenska börsnoterade aktier som andel av börsvärdet, 1983–2005 (procent).



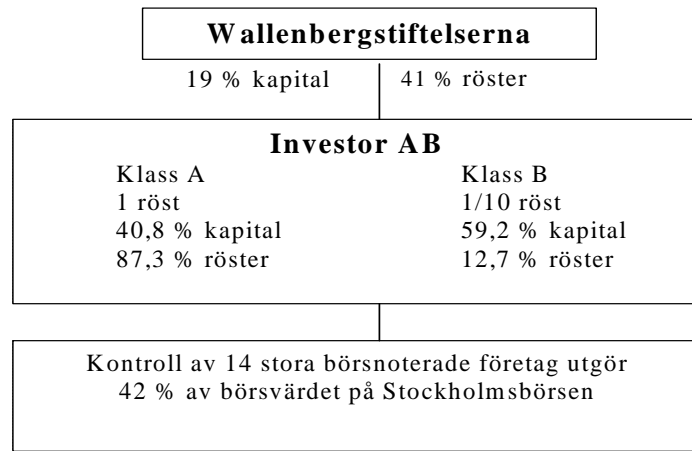
Källa: Finansinspektionen och SCB.

Figur 5 Antal anställda i utlandsägda företag och deras andel av anställda i näringslivet, 1980–2004



Källa: ITPS, Internationella företag.

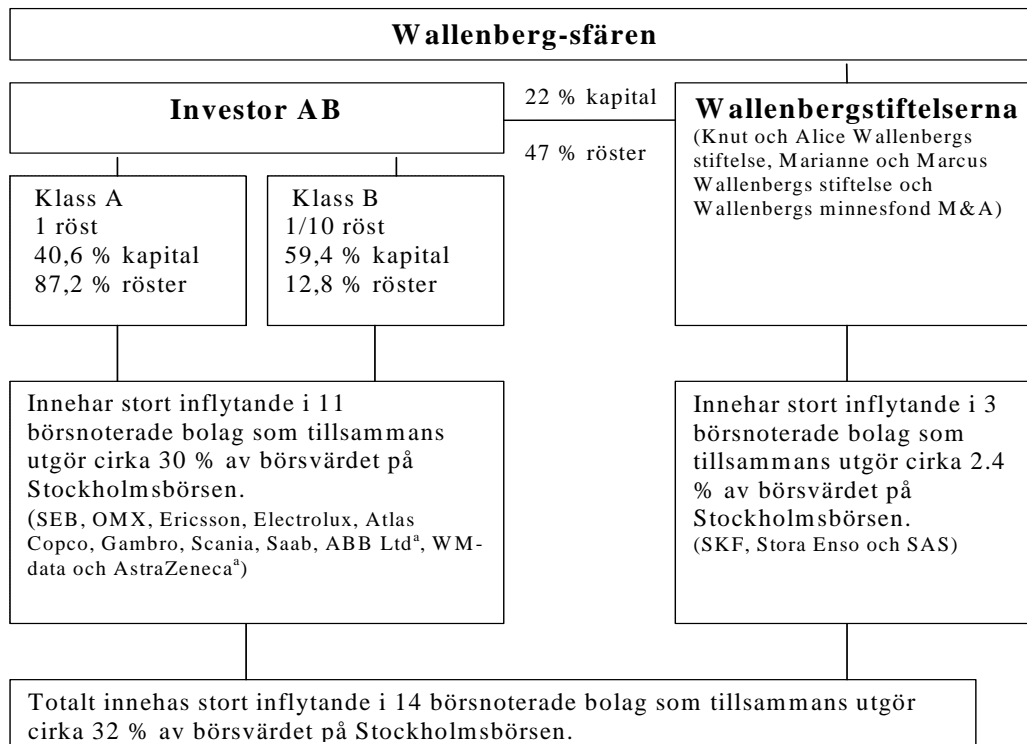
Figur 6a Wallenberg-sfärens kontroll över svenska bolag genom Investor AB,, slutet.1998.



Anm: Investors ABs aktiestruktur avser 1998-12-31 medan övriga uppgifter avser oktober 1998.

Källa: Investors ABs årsredovisning 1998 och Agnblad m.fl. (2001).

Figur 6b Wallenberg-sfärens kontroll över svenska bolag genom Investor AB och via Wallenbergstiftelserna direkt, 2005-12-31.



Anm: <sup>a</sup> avser bolag med utländsk juridisk person, vars värde här har beräknats utifrån värdet på den del av bolagets aktier som är registrerade på Stockholmsbörsen.

Källa: Fristedt och Sundqvist (2006), Investor ABs bokslutskommuniké 2005 och statistik från OMX-gruppen.

Figur 7 Etableringstidpunkt för Sveriges 50 omsättningsmässigt största privata företag år 2000.



Källa: NUTEK och ALMI (2001).

Figur 8 Investmentbolagsrabatt i procent för Investor, 1930–2005 (procent).



Anm: Investmentbolagsrabatter definieras som  $(1 - \text{börsvärdet/värdet av nettotillgångarna}) \cdot 100$ .

Källa: Lindgren (1994b), Investor ABs årsredovisning 1999 och Investor ABs hemsida 2005.