

IFN Policy Paper nr 22, 2008

Globaliseringen och den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll

Magnus Henrekson och Ulf Jakobsson

Globaliseringen och den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll*

Magnus Henrekson¹ och Ulf Jakobsson²

3 juli 2008

Om författarna: Magnus Henrekson är vd för Institutet för Näringslivsforskning (IFN) och professor vid Handelshögskolan i Stockholm. Han forskar huvudsakligen kring entreprenörskapets ekonomi 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.

¹Institutet för Näringslivsforskning (IFN)
P.O. Box 55665
SE-102 15 Stockholm
Tel: 08-665 65 02
Fax: 08-665 45 99
e-post: magnus.henrekson@ifn.se

²Internationella Handelshögskolan i Jönköping
P.O. Box 1026
SE-551 11 Jönköping
Tel: 070-564 46 17
e-post: ulf.jakobsson@jakab.se

* Vi tackar Johan Egebark för assistentarbete och Helena Svaleryd, Johan Fall, Camilo von Greiff och Daniel Wiberg för värdefulla synpunkter på tidigare versioner av detta manuskript. Magnus Henreksons arbete med denna rapport har genomförts inom ramen för Gustaf Douglas Entreprenörforskningsprogram vid Institutet för Näringslivsforskning (IFN).

Innehåll

SAMMANFATTNING

- 1 INLEDNING**
- 2 NÅGRA TEORETISKA OCH PRINCIPIELLA UTGÅNGSPUNKTER**
- 3 HISTORISK BAKGRUND**
- 4 DEN SVENSKA ÄGARMODELLEN OCH DESS ROLL I DEN KORPORATIVISTISKA MODELLEN**
 - 4.1 IDEOLOGISK BAKGRUND
 - 4.2 PRAKTISK POLITIK
 - 4.3 EFFEKT PÅ ÄGANDE OCH KONTROLLSTRUKTUR
 - 4.4 DEN FÖRSTA ATTACKEN MOT MODELLEN: FÖRSLAGET OM LÖNTAGARFONDER
- 5 NYA REGELVERK**
- 6 UTVECKLING AV ÄGANDE OCH KONTROLLSTRUKTUR**
 - 6.1 UTVECKLINGEN UNDER FAS I
 - 6.2 UTVECKLINGEN UNDER FAS II
 - 6.3 UTVECKLINGEN UNDER FAS III
- 7 UTLÄNDSKT ÄGANDE GENOM DOTTERBOLAG**
- 8 PRIVATE EQUITY-BOLAGENS INTÅG OCH ÖKADE BETYDELSE**
 - 8.1 VAD ÄR PRIVATE EQUITY?
 - 8.2 PRIVATE EQUITYS UTVECKLING OCH OMFATTNING I SVERIGE
 - 8.3 KRITIKEN MOT PRIVATE EQUITY
 - 8.4 SLUTSATSER OM PRIVATE EQUITY
- 9 DEN FRAMTIDA ÄGARMODELLEN: HINDER OCH UTMANINGAR**
- 10 SLUTSATSER**
- REFERENSER**

Tabellförteckning

1. Stiliserad bild över ägarpolitiken och ägarstrukturen i Sverige under efterkrigstiden.
2. Effektiva marginalskatter för olika kombinationer av ägare och finansiering (real avkastning före skatt på 10 % med aktuell inflation), 1960, 1970, 1980 och 1985.
3. Hushållens nettosparande som procentandel av deras disponibla inkomst, 1960-2007.
4. De viktigaste stegen i avregleringen av de svenska kapitalmarknaderna.
5. Effektiva marginalskatter för olika kombinationer av ägare och finansiering (real avkastning före skatt på 10 % med det aktuella årets inflation), 1991, 1994, 2001, 2005 och 2008.
6. Skatt på aktieutdelning i kr för olika ägarkategorier enligt 2008 års skatteregler samt för hushåll 2005 – investering på 10 000 kronor och 10 procents avkastning i form av utdelning.
7. Några viktiga aspekter på aktieägarbeskattningen i ett antal industriländer, 2008.
8. Procentandel börsnoterade bolag på Stockholmsbörsen med aktier med differentierad rösträtt, valda år 1968–2008.
9. Antal företag och anställda efter de utländska företagens etableringsform 2006.
10. De 50 största företagen i Sverige, rangordnade efter omsättning 1975, 1985, 1995 och 2005.
11. Gruppering av företag från listan som genomgått ägarförändringar 1975–2005.
12. Förvaltad kapital i private equity-bolag med huvudsakligen nordiska investeringar år 2006 (miljarder kr).
13. De statliga och korporatistiska fondernas totala tillgångar och investeringar på den svenska börsen, 2006-12-31.

Figurförteckning

1. Marknadsvärdet på Stockholmsbörsen som andel av BNP, 1908–2007.
2. Hushållens finansiella sparande som andel av disponibel inkomst, 1995–2006 (procent).
3. Ägarandelar för olika ägarkategorier av svenska börsnoterade aktier som andel av börsvärdet, 1950–1990.
4. Den totala volymen av nyemissioner på Stockholmsbörsen som andel av BNP, 1902–2007.
5. Ägarandelar för olika ägarkategorier av svenska börsnoterade aktier som andel av börsvärdet, 1983–2007.
- 6a. Wallenberg-sfärens kontroll över svenska bolag genom Investor AB, slutet av 1998.
- 6b. Wallenberg-sfärens kontroll över svenska bolag genom Investor AB och via Wallenbergstiftelserna direkt, 31.12.2005.
- 6c. Wallenberg-sfärens kontroll över svenska bolag genom Investor AB och via Wallenbergstiftelserna direkt, 31.12.2007.
7. Investmentbolagsrabatt för Investor, 1930–2008 (procent).
8. Antal anställda i utländska företag och deras andel av de anställda i näringslivet (%), 1980–2006.
9. Stocken av ingående direktinvesteringar i Sverige och OECD 1980–2005 som andel av BNP (%).
10. Investerat riskkapital i europeiska länder som andel av BNP 2006 (procent).
11. PE-bolagens årliga avkastning 1995–2005 på investerat kapital (procent).

Sammanfattning

I denna studie analyseras vilka förändringar det internationaliserade ägandet har haft, och kan förväntas få, på den svenska modellen för ägande och bolagsstyrning i de större företagen. Detta kan inte förstås utan att först förklara framväxten av en särskild svensk ägar- och kontrollmodell och vilka centrala institutioner som var en förutsättning för dess framväxt och konsolidering. Mot denna bakgrund studeras hur och varför institutionella förändringar i omvärlden och Sverige i kombination med globaliseringen ryckt undan förutsättningarna för modellen och att den därför nu faller sönder i ett flertal modeller.

Med ”den svenska ägarmodellen”, som dominerade på börsen fram till helt nyligen, avses den modell där kontrollen av företagen för det mesta var koncentrerad till en eller två ägare. Ofta, men inte alltid, har dessa ägare varit svenska familjer. Den koncentrerade kontrollen möjliggjordes genom en växande divergens mellan kontrollrättigheter (röstandelar) och utdelningsrättigheter (kapitalandelar) för de dominerande ägarna. Det har också varit vanligt att en familj eller en ägargrupp via investmentbolag och ask-i-ask-ägande haft ett dominerande inflytande i ett flertal företag.

Sverige är nu mitt uppe i en utveckling där den svenska ägarmodellen är på tydlig tillbakagång, för att, i varje fall delvis, ersättas av andra modeller för ägarstyrning. En viktig drivkraft bakom denna utveckling är globaliseringen av ägandet. Inledningsvis noteras att den svenska ägarmodellen är instabil både politiskt och ekonomiskt. Det största politiska hotet mot modellen har varit planerna på att införa löntagarfonder och på senare tid EU-kommissionens strävanden att begränsa möjligheterna att kontrollera företag genom rösträttsdifferentiering. Modellens ekonomiska instabilitet härrör ifrån att den kapitalbas som kontrollen grundade sig på över tiden blev allt mindre. Det senare draget gjorde den svenska kontrollmodellen särskilt sårbar för den allmänna globaliseringen av ägandet av stora företag, den ökande dominansen av pensionsfonder på de internationella börserna och private equity-ägandets snabba expansion.

Den nedgång för den svenska ägarmodellen som kan avläsas i en minskad kontrollandel på börsen innebär en underskattning av modellens tillbakagång. Två av de ägarmodeller som expanderat mest under de senaste åren – utländskt helägande i form av dotterbolag och private equity – innebär att det ägda bolaget förs bort från börsen.

Utvecklingen går mot en mer pluralistisk ägarbild där ett antal olika ägarmodeller kommer att finnas sida vid sida i Sverige:

1. Den traditionella svenska ägarmodellen;
2. Utländskt heläggande;
3. Private equity;
4. Spritt äggande;
5. Korporatistiska eller statliga pensionsfonder som kontrollerande ägare;
6. Aktivistisk ägarentreprenör uppbackad av institutionella ägare av olika slag.

Den första och de tre sista av de angivna modellerna är väl användbara i börsnoterade bolag. Den andra och tredje modellen innebär nästan alltid att företagen avnoteras från börsen. Den förändring som vi skisserar innebär därför att en mindre andel av de stora svenska företagen kommer att utsättas för den genomlysning som följer med att vara ett noterat bolag.

Av vår studie framgår tydligt att de svenska regelsystemen i hög grad varit inriktade på att stödja den traditionella svenska ägarmodellen. När denna tappat mark har det uppstått ett ”ägarvacuum” som är på väg att fyllas av dotterbolagsäggande från utländska företag och äggande via private equity-bolag. Den snabba tillväxten i just dessa ägarformer torde delvis hänga samman med att de är skattemässigt gynnade i förhållande till andra ägarformer. De kan båda dra fördel av en utländsk ägarbeskattning, som är låg i förhållande till den svenska, och av helt andra möjligheter att på ett skatteeffektivt sätt använda sig av kraftfulla belöningsinstrument till företagsledningarna.

Vill man att ett svenskt äggande framgångsrikt ska kunna konkurrera med de båda angivna ägarmodellerna torde det inte minst krävas betydande sänkningar av den svenska ägarbeskattningen. Denna policyrekommendation kan te sig uppenbar utifrån den gjorda analysen. Samtidigt är det också tydligt att rekommendationen bryter mot den huvudlinje med hög individbeskattning som varit en del av den svenska modellen. Globaliseringen och avregleringen av de finansiella marknaderna har därigenom skapat ett dilemma för den svenska skattelagstiftningen. Den lösning som tillsvidare avtecknar sig är att de svenska riskkapitalisterna får låta sig beskattas i något utländskt skatteparadis och att en

betydande andel av ägandet av den svenska storföretagssektorn juridiskt sett hamnar utanför Sverige.

1. Inledning

Den omfattande internationaliseringen av ägandet av företagen är en av de viktigaste aspekterna av den pågående globaliseringsprocessen. Företeelsen som sådan är inte ny – sedan lång tid tillbaka har exempelvis svenska företag via utländska direktinvesteringar byggt upp stora egna verksamheter i andra länder. Det som är nytt är själva omfattningen av det internationella ägandet.

Ett nytt mönster började växa fram från och med mitten av 1990-talet då de utländska direktinvesteringarna ökade kraftigt världen över. Sverige tillhörde de länder där förändringen var som störst. Den stora ökningen av det utländska ägandet i svenska företag kan delvis förklaras av att fram till slutet av 1980-talet var möjligheterna för utlänningar att köpa svenska företag starkt begränsade av olika statliga regleringar. Å andra sidan var de svenska företagen redan vid ingången av 1980-talet i hög grad multinationella. De hade under lång tid haft goda möjligheter att göra direktinvesteringar i utlandet och därigenom bygga upp ett omfattande internationellt ägande.

Internationaliseringen av ägandet leder vanligen till en omstrukturering av de enskilda ländernas näringsliv, vilket ger positiva effekter på företagens produktivitet och tillväxt. Ofta blir också sysselsättningseffekterna positiva. En rad forskningsrapporter tyder på att det ökade utlandsägandet haft dessa effekter också på den svenska ekonomin.¹

Den fråga som vi skall behandla i föreliggande studie är en annan, nämligen vilka förändringar det internationaliserade ägandet har haft, och kan förväntas få, på den svenska modellen för ägande och bolagsstyrning i de större företagen. Mer specifikt är syftet att förklara framväxten av en särskild svensk ägar- och kontrollmodell och vilka centrala institutioner som var en förutsättning för dess framväxt och konsolidering. Vidare avser vi att visa hur och varför institutionella förändringar i omvärlden och Sverige i kombination med globaliseringen ryckt undan förutsättningarna för modellen och att den därför nu faller sönder i ett flertal modeller. Analysen saknar nästan helt normativa inslag, dvs. vi tar inte ställning till om detta är en önskvärd utveckling utan inskränker oss till att försöka förklara skeendet.

¹ Se Hakkala, Heyman och Sjöholm (2008) och Ekholm (2008) för färsk översikt av denna forskningslitteratur.

För att kunna precisera frågeställningen kan det vara lämpligt att tydligare definiera vad vi avser med den traditionella svenska ägarmodellen. Som en bakgrund till en sådan definition skiljer vi 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, dvs. utöva ett dominerande inflytande över företaget. Dessutom kan en enda aktör ha ett dominerande inflytande över flera bolag. 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. Om ask-i-ask-ägande och differentierad rösträtt används samtidigt kan mycket stora skillnader skapas mellan en aktörs kontrollrättigheter och kapitalmässiga ägarandel. Effekten kan ytterligare förstärkas genom *korsägande*, dvs. av att företag som ingår i en viss maktsfär äger aktier i varandra.

Sedan slutet av andra världskriget har ägande relaterat till utdelningsrättigheter (eng. *cash-flow rights*) undergått dramatiska förändringar, medan strukturen för kontrollrättigheter på börsen under lång tid förblev förvånansvärt oförändrad. Den markanta ökningen av det utländska ägandet under de senaste 15 åren har emellertid resulterat i att flera stora 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.

När vi här talar om ”den svenska ägarmodellen” syftar vi på den modell som var helt dominerande på den svenska börsen fram till millenieskiftet. 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 företagsägande och företagskontroll den modell som dominerar i stort sett över allt utom i

de anglosaxiska länderna (Morck m.fl. 2005; Gilson 2006).² För det första dominerades under den svenska modellens glansdagar ägandet på den svenska börsen av några få kontrollägare. För det andra grundar sig det svenska kontrollägandet i regel på en mindre kapitalbas än i andra länder. En tredje viktig skillnad mot de ledande centraleuropeiska länderna är att det i Sverige varit vanligt att en familj eller ägargrupp via investmentbolag och ask-i-ask-ägande haft ett dominerande inflytande i ett flertal företag, medan det i övriga Europa i regel är så att en familj är dominerande ägare i ett enda enskilt företag (Barca och Becht 2001).

Framväxten av den svenska ägarmodellen förklaras delvis av 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. Samtidigt som 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 såldes samtidigt hållit tillbaka den privata förmögenhetsbildningen och gynnat ett koncentrerat kontrolläggande.

Dessa specifika karaktäristika kan tyckas leda till slutsatsen att Sverige har funnit en modell som kombinerar starka ägare och en egalitär förmögenhetspolitik. Men som vi kommer att se skapade den stora och under lång tid växande klyftan mellan kapitalägande och kontrollrättigheter avsevärda problem i den svenska modellen. Den svaga kapitalbasen för kontrollägandet gjorde modellen såväl politiskt som finansiellt instabil. Den finansiella instabiliteten har tydliggjorts och förstärkts av globaliseringen och internationaliseringen av ägandet. Klyftan mellan utdelningsrättigheter och kontrollrättigheter nådde sitt maximum under andra halvan av 1990-talet.

I takt med att kontrollägarnas andel av aktiekapitalet successivt minskade, så kom tillflödet av kapital i allt högre grad från andra källor. Lånefinansiering spelade en viktig roll fram till mitten av 1980-talet. Därefter blev börsen allt viktigare som finansieringskälla. Numera åstadkoms kapitaltillförsel allt oftare genom att livskraftiga företag med stora kapitalbehov säljs vidare till en ägare med större finansiella resurser.

² Exempelvis rapporterar Barca och Becht (2001) att endast ca 2 procent av de börsnoterade företagen i USA och Storbritannien har en majoritetsägare, medan motsvarande andel i slutet av 1990-talet var 68 procent i Österrike, 64 procent i Tyskland och 50 procent i Italien. I östra Asien var andelen 67 procent (Claessens m.fl. 2000).

De två viktigaste kategorierna ur ägarsynpunkt är här utländska storföretag och private equity-bolag.

Som vi kommer att visa är Sverige nu mitt uppe i en utveckling där den svenska ägarmodellen är på tydlig tillbakagång, för att, i varje fall delvis, ersättas av andra modeller för ägarstyrning. En viktig drivkraft bakom denna utveckling är globaliseringen av ägandet.

Det finns en omfattande forskning som påvisar de starka komplementariteter som finns mellan modellen för företagsstyrning i ett land och landets institutioner och politiska inriktning. Vårt arbete bekräftar i hög grad denna bild för Sveriges del. När den traditionella svenska ägarmodellen eroderar finns inte dessa komplementariteter kvar. En viktig fråga som vi diskuterar avslutningsvis är i vilken utsträckning institutioner och politik behöver anpassas till den nya situationen.

2. Några teoretiska och principiella utgångspunkter

Den dominerande ställning som den amerikanska ekonomin och de amerikanska företagen har i världsekonomin har bidragit till att den så kallade anglosaxiska ägarmodellen kommit att dominera den akademiska finanslitteraturen och den diskussion om ägande och bolagsstyrning som förs där.

Utanför den finansiella forskningslitteraturen har det dock hela tiden funnits en stark medvetenhet om att det finns "*varieties of capitalism*" (Hall och Soskice 2001) och det förs en livlig diskussion om huruvida vi nu upplever en global konvergens mot den anglosaxiska ägarstyrningsmodellen. Eller för att använda Kitschelt m.fl.:s (1999) terminologi: finns det en generell trend bort ifrån de nationellt präglade systemen av "koordinerade marknadsekonomier" (CME) där företagen i sitt agerande ska ta hänsyn till ett antal intressenter (*stakeholders*) i riktning mot ett mer likformigt system ("den liberala marknadsekonomin", LME) där företagets fokus nästan uteslutande handlar om att skapa aktieägarvärde?³

³ Den i Sverige välkände arbetsmarknadsforskaren Richard Freeman (2002) hävdade exempelvis för några år sedan att Katzensteins (1985) slutsats fortfarande håller, dvs. att trots dagens trend mot ökad ekonomisk integration och globalisering så finns fortfarande betydande utrymme för varje enskilt land att behålla centrala delar av sin ekonomisk-politiska och institutionella särart.

Det finns också en växande litteratur där samspelet mellan ett lands institutioner och politiska processer och landets modell för företagsstyrning studeras.⁴ En gemensam slutsats för dessa arbeten är att det finns en stark komplementaritet mellan ett lands politiska institutioner och politiska inriktning å ena sidan, och modellen för ägarstyrning i företagen å andra sidan.

Vi menar att det nu börjar bli alltmer tydligt att internationaliseringen av ägandet skapar en tendens till konvergens mellan ländernas ägarmodeller (DeGeorge och Maug 2006). Inom EU finns till och med en uttalad strävan mot en sådan konvergens. Det finns också en tydlig tendens till att den anglosaxiska modellen på de internationella finansmarknaderna sätts upp som en norm för övriga länders modeller. Debatten kring förekomsten av A- och B- aktier är ett av många exempel på detta.

Det finns dock flera forskare som ifrågasätter lämpligheten med att på central EU-nivå fatta beslut som harmonierar reglerna på ett visst område. Som påpekas av Goergen (2007) finns det belegg för att olika företagsstyrningsmekanismer (eng. *corporate governance devices*) inte verkar var för sig utan fungerar som substitut eller i vissa fall till och med som komplement. Detta gör att en tvingande regelförändring, t.ex. avseende budplikt, kan få olika effekt beroende på vilket system för ägarstyrning och företagskontroll som används i ett visst land.

Det finns istället mycket som talar för att det är effektivare om en eventuell konvergensprocess får ske spontant. Som visas av bland annat Martynova och Renneboog (2008) innebär företagsförvärv över nationsgränserna i EU ofta att den mest effektiva och aktieägarvänliga företagsstyrningsmodellen adopteras i det sammanslagna företaget. Den institutionella konkurrensen mellan enskilda länder och företag kan också förväntas få samma effekt.

Ett lands lagstiftning har således betydelse för vilken slags styrning och finansiering som är tillåten i börsnoterade bolag. Den empiriska litteraturen på detta område har i hög grad varit koncentrerad på ”aktiebolagslagstiftningen”. Skillnaden i ägarmodeller blir här en fråga om skillnader i aktiebolagsrätt, där betoningen ofta har legat på det formella legala skydd som finns mot att mindre aktieägare exploateras av en kontrollägare. Med

⁴ Tre huvudriktningar i denna litteratur representeras av (i) La Porta m.fl. (1998, 1999) och Pagano och Volpin (2005); (ii) Roe (2003); och (iii) Gilson (2006) och Rajan och Zingales (2003).

utgångspunkt i denna föreställning kan frågan ställas om vad som förklarar skillnaden mellan länder när det gäller aktiebolagsrätt. De banbrytande artiklarna 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 legalt system, framförallt huruvida ett lands legala system bygger på *common law* eller *civil law*,⁵ har avgörande betydelse för vilket system för ägarkontroll som dominerar i ett land och för att finansiera företagets aktiviteter.

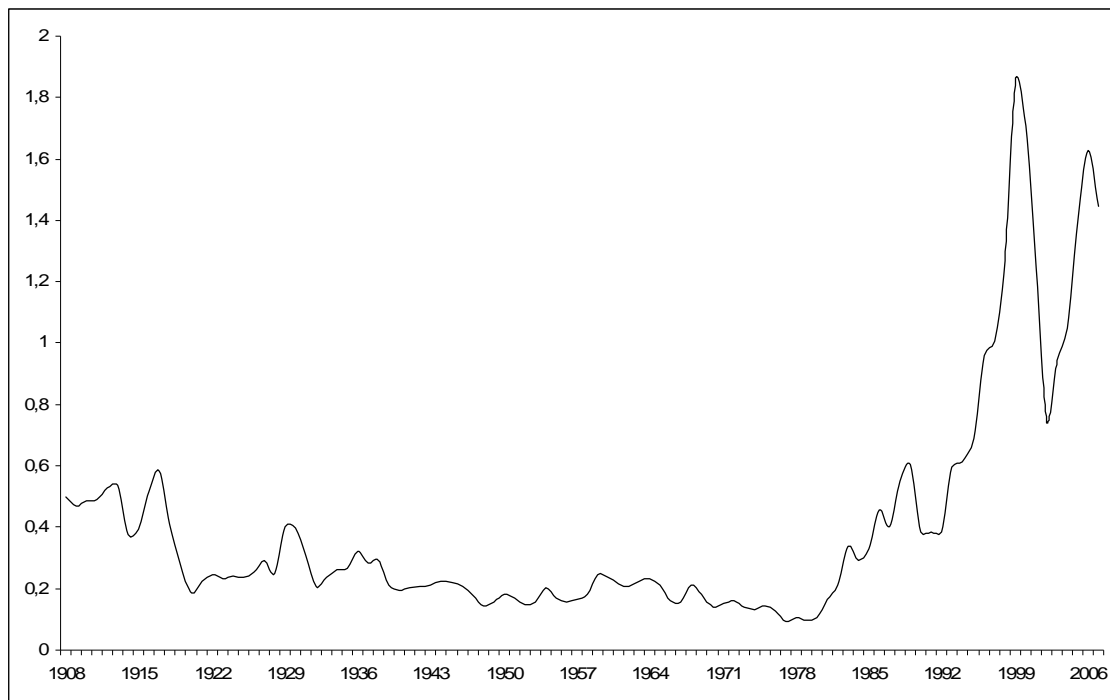
Ett problem med deras resultat är att de inte har några förklaringar till de avsevärda förändringar som har skett över tid i många länder beträffande de faktorer som ska förklaras.⁶ Ett talande exempel från Sverige är trenden i börsvärdet som andel av BNP. Denna variabel spelar en stor roll i La Porta 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. Särskilt anmärkningsvärt är att börsvärdet som andel av BNP inte var mer än ca 10 procent i slutet av 1970-talet. Det steg sedan dramatiskt och nådde en topp på dubbla BNP under IT-boomen och har under 2000-talet legat på i genomsnitt ca 140 procent av BNP. Fluktuationerna har dock varit kraftiga.

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 exogen och tidsinvariant kan denna ansats självfallet inte användas för att förklara stora förändringar över tiden i system för ägarkontroll. Det är också så, vilket Gilson (2006) påpekar, att system med ett koncentrerat ägande förekommer både i länder med väl fungerande rättssystem, som Sverige och Tyskland, och i länder där rättssäkerheten är av låg kvalitet, såsom Mexiko och många asiatiska länder. Det koncentrerade ägandet är därför en mekanism för att lösa helt olika problem i de två fallen och ”avkastningen” för kontrollaktieägaren kommer också i olika former.

⁵ *Common law* innebär att lagen bygger på rättsfall, vilket i allt väsentligt betyder att domstolarna successivt skapar och omskapar gällande lag genom nya domsluts prejudicerande verkan. I *civil law*-system består istället lagen av kodifierade regler och domstolarnas funktion inskränker sig till att tolka lagtexten.

⁶ För en diskussion av detta, se Rajan och Zingales (2001).

Figur 1 Marknadsvärdet på Stockholmsbörsen som andel av BNP, 1908–2007.



Källa: Waldenström (2002), SCB och OMX Stockholmsbörsen.

De japanska och tyska kontrollmodellerna framstod som överlägsna den anglosaxiska på 1970- och 80-talen, medan 1990-talets utveckling gav argument för den motsatta slutsatsen (Morck m.fl. 2005). En delförklaring till skillnaderna kan härröra från att under tider av små omställningsbehov och hög grad av förutsägbarhet kan det vara bra att ett företag skyddas från yttre hot (fientligt övertagande, krav på inflytande från mindre aktieägare etc.), medan spritt ägande och finansmarknadernas disciplinerande verkan på företagsledningen är ett mer effektivt medel att säkerställa en god utveckling för företaget i tider av stor dynamik och turbulens, t.ex. när en ökad ekonomisk integration leder till ökad konkurrens på företagets marknader.

Det finns en växande litteratur om hur de regleringar som ligger till grund för utformningen av värdepappersmarknader och kontrollmodeller 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 styrningen av företagen. Se Pagano och Volpin (2001) och Stulz (2005) för översikter.

Vi har redan konstaterat att den svenska ägarmodellen på avgörande punkter skiljer sig från den anglosaxiska modellen. Den kanske viktigaste skillnaden är det koncentrerade ägandet och ägarnas starka ställning i den svenska modellen till skillnad från den anglosaxiska modellen med spritt ägande där makten i stället är koncentrerad till företagsledningen.

Ett viktigt arbete som sätter in ägarmodellen i ett bredare ekonomiskt perspektiv är monografen *Political Determinants of Corporate Governance* av juristprofessorn 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 och graden av vänsterorientering i den ekonomiska politiken. 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. Likaså har graden av produktmarknadsregleringar tenderat att vara mer omfattande i länder med mer vänsterinriktad politik. För att inte företagsledningarna i koalition med fackföreningarna ska frestas att utnyttja den bristande konkurrensen på produktmarknaderna krävs också, enligt Roe, ett koncentrerat ägande som motvikt.

Vid spritt ägande används andra mekanismer för att förmå företagsledningen att agera i linje med ägarnas intressen. Viktiga mekanismer är hög skuldsättning, höga utdelningar och kraftfulla incitamentspaket till den högsta ledningen (Tirole 2006). Det torde vara uppenbart att dessa kontrollmekanismer är svåra att utnyttja i länder med stark vänsterinriktning i politiken.⁷

⁷ Utgångspunkten är att målsättningen bör vara att företagen sköts så att dess marknadsvärde maximeras. Detta är också under vissa villkor den samhällsekonomiskt mest effektiva lösningen då det totala värdet för all företagets intresser maximeras – se vidare Tirole (2006).

En obesvarad fråga i Roes analys är dock hur den koncentration som ger den erforderliga balansen faktiskt etableras. Här spelar specifika omständigheter och rena tillfälligheter antagligen en stor roll. Sverige och Storbritannien hade båda ett stort socialdemokratiskt inflytande från 1930-talet och framåt, och båda länderna var och är välfungerande rättsstater. I Storbritannien förstärktes traditionen att företag förlitade sig på många lokala finansiärer för sin expansion. Detta byggde ursprungligen på implicita kontrakt och tillitsskapade normer och så småningom skapades en politisk efterfrågan på formella lagar som understödde ett system byggt på spritt ägande. I Sverige slöts istället, vilket vi har anledning att återkomma till, en ”historisk kompromiss” (Korpi 1982) mellan arbetarrörelsen och de vid den tidpunkten dominerande kapitalägarna. Men så snart det politiska systemet på detta sätt tillät den existerande företagareliten att konsolidera sitt inflytande uppstod ett behov av ett regelverk som omöjliggjorde att denna elit kunde utverka otillbörliga förmåner från de företag de kontrollerade.⁸

Vi kan dock redan nu konstatera att de två viktigaste faktorerna som drev fram den svenska ägarmodellen med tillhörande regelverk, nämligen arbetarrörelsens styrka och de omfattande produktmarknadsregleringarna i sektorer som var skyddade från utländsk konkurrens, försvagas av globaliseringen och den ekonomiska integrationen. Den svenska modellen undermineras av globaliseringen, men som vi skall se är det hittills inte i första hand modellen med spritt ägande med makten koncentrerad till företagsledningen som ökat. Istället är det i hög grad andra former av koncentrerat ägande som ökar i omfattning.

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. Analysen klargör förhoppningsvis konflikten mellan globaliseringens krafter och den svenska ägarmodellens intrikata ”inbäddning” (eng. *embeddedness*) i landets politiska och institutionella tradition.

Vi kommer att hävda att utvecklingen av ägarstrukturer och system för ägarkontroll förklaras av ett flertal faktorer. I den följande analysen lyfts följande faktorer fram:

⁸ Se Gilson (2006) för en diskussion och vidare referenser till studier som jämför och förklarar den olikartade utvecklingen i Sverige och Storbritannien.

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

Vi kommer i vår analys fram till att politiken för företagsägande i Sverige kan delas in i tre perioder enligt *tabell 1*. 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 blev den politiska inriktningen i huvudsak marknadsliberal, men skattepolitiken har missgynnats svenskt enskilt ägande, dvs. direktägande av fysiska personer.

Trots stora omvärldsförändringar behöll i huvudsak den svenska ägarmodellen sin dominerande ställning under fas II. Från mitten av 1990-talet kom dock modellen att utsättas för ett starkt strukturellt tryck, inte minst genom de förändringar i den internationella dimensionen som vi nämner i tabellen. Den har därmed tappat mark och i stället har vi fått en situation med ett antal olika ägarmodeller som arbetar sida vid sida. Det är svårt att exakt datera övergången från den andra till den tredje fasen, men utvecklingen börjar bli tydlig ungefär samtidigt som IT-kraschen inträffar i början av 2000-talet. Vi har här valt att datera den till 2001–2002.

Den största svagheten med den praktiska tillämpningen av den svenska ägarmodellen är att gapet mellan kontrollägarnas företagsförmögenhet och deras kontrollmakt successivt blev allt större. 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 en sådan 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.

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

	Fas I: 1945–1985	FasII: 1985– c:a 2001	Fas III: c:a 2002–
Ideologisk överbyggnad	Långsiktig vision om en socialistisk ekonomi; Marx, Schumpeter, Wigforss.	Kombination av marknadsliberalism, EU-anpassning och antikapitalism.	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.	Avreglering och ökad marknadsinriktning. Skattereformer för ett mera neutralt skattesystem.	Konsolidering av tidigare reformer. Borttagen förmögenhetsskatt.
Internationell dimension	Tillåtet för svenska företag att äga utländska företag. Starka hinder mot utländskt ägande av svenska företag.	Slopad valutareglering. Borttagna hinder för utländskt ägande av svenska företag, men fortsatt skattediskriminering av svenskt privat ägande.	Konsolidering av tidigare reformer. Viss internationalisering av regelverk och institutioner, Fortsatt skattediskriminering av svenskt privat ägande.
Resultaterande ägarstruktur	Stark ökning av institutionellt ägande och motsvarande minskning av privat ägande.	Kraftig ökning av internationellt ägande och motsvarande minskning av svenskt institutionellt ägande.	Stabilisering av internationellt ägande på hög nivå. Snabb tillväxt av private equity.
Företagskontroll	”Den svenska ägarmodellen”.	”Den svenska ägarmodellen”.	Tillbakagång för gamla ägarmodellen. Flera modeller sida vid sida.

Den pågående attacken mot modellen kommer denna gång i stället från “marknaden”.⁹ 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.

⁹ 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 EUs inre marknad, vilket infördes i april 2004; se vidare Huizinga och Jonung (2005) och Berglöf och Burkart (2005).

I denna studie gör vi en detaljerad genomgång av den utveckling som skisseras i tabell 1. Vi avslutar med en diskussion om vilken eller vilka ägarmodeller som kan komma att bli dominerande i framtiden.

3. 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 produktivetsnivån 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 Lars-Magnus 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 gruvdrift, skogsbruk, pappersmassa, papper, järn och stål (Glete 1981).¹⁰ År 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 genom att skapa nya holdingbolag, i form av investmentbolag, vars huvudsakliga tillgångar var de aktier som bankerna tidigare hade ägt. Ägandet i investmentbolagen

¹⁰ 1934 gjordes lagen ännu mer restriktiv så att utländska ägare inte heller fick äga mer än 20 procent av kapitalet.

fördelades på *pro-rata*-basis till ägarna av respektive bank.¹¹ Eftersom investmentbolagen var, och fortfarande är, organiserade som holdingbolag med ask-i-ask-äggande 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 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 äggande 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 äggande av svenska bolag och svensk egendom. I praktiken innebar lagstiftningen att utländskt äggande 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 drabbades av dubbelbeskattning för enskilda ägare, men inte för institutionella ägare. Förändringarna gynnade etablerade företag och institutionella ägare.¹²

¹¹ 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.

¹² Se Montgomery (1946).

4. Den svenska ägarmodellen och dess roll i den korporativistiska modellen

4.1 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 menade 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.¹³

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

¹³ Denna tankegång utvecklas vidare hos Henrekson och Jakobsson (2001). För en mer omfattande analys av den svenska ägarmodellen hänvisas även till Högfeldt (2005).

4.2 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.¹⁴ 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).¹⁵ 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 innehafvs 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.¹⁶ *Tabell 2* visar den effektiva marginalskatten för olika kombinationer av ägare och finansieringskällor. Tre kategorier av ägare och tre kategorier

¹⁴ I genomsnitt måste ca 7 kronor tas ut från företaget för varje krona som betalats i förmögenhetsskatt under tidigt 1980-tal. År 2005 återkom detta problem genom den s.k. Lex Uggle, som innebar att skatteverket kunde besluta att nettotillgångar i onoterade bolag som de ansåg vara överlikviditet blev förmögenhetsskattepliktiga. Genom borttagande av förmögenhetsskatten 2007 finns inte längre någon problematik av detta slag.

¹⁵ 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.

¹⁶ Att skattebelastningen på olika ägarkategorier faktiskt spelar roll för att förklara fördelningen av aktieägandet mellan olika kategorier och framförallt för att förklara den kraftiga nedgången i hushållens aktieägarandel under efterkrigstiden visas av Rydqvist, Spizman och Strebujev (2008) i en studie av åtta länder (inklusive Sverige och USA).

av finansieringskällor identifieras och kalkylen för den effektiva marginals-katten bygger på ett antagande om en real avkastning på 10 procent före skatt. Ett negativt tal innebär att den reala avkastningen är högre efter än före skatt.

Tabell 2 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
1960			
Hushåll	27,2	92,7	48,2
Skattebefriade institutioner	-32,2	31,4	31,2
Försäkringsbolag	-21,7	41,6	34,0
1970			
Hushåll	51,3	122,1	57,1
Skattebefriade institutioner	-64,8	15,9	32,7
Försäkringsbolag	-45,1	42,4	41,2
1980			
Hushåll	58,2	136,6	51,9
Skattebefriade institutioner	-83,4	-11,6	11,2
Försäkringsbolag	-54,9	38,4	28,7
1985			
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 2 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.¹⁷ 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. Det bör i detta sammanhang särskilt noteras att skattebefriade institutioner genomgående har haft en väsentlig relativ skattefördel vad gäller investeringar i nyemitterade aktier.

Omkring 1980 var dessa tendenser som mest uttalade, delvis till följd av den då relativt höga inflationen. År 1980 innebar en 10-procentig real avkastning före skatt i ett skuldebrev att den skattebefriade institutionen fick 18,3 procent i real avkastning efter skatt. För hushållet som investerade i en nyemitterad aktie med en lika hög real avkastning före skatt blev den reala behållningen negativ efter skatt, -3,7 procent.

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 kreditåttstramning. 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 Handelsbanken-sfären) 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

¹⁷ 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).

på marknaden, nu genomförs 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 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.¹⁸ 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 3* visar att de svenska hushållens sparande var lågt i ett internationellt perspektiv under 1960- och 70-talen och att det blev exceptionellt lågt under 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 bidrog till en låg förekomst av nyetableringar och snabbväxande företag. Det bör dock redan här noteras att det svenska hushållssparandet sedan början av 1990-talet stigit kraftigt och numera är i nivå med OECD-snittet.

Enligt OECD-statistiken är således de svenska hushållens sparande numera på en nivå i linje med OECD-snittet. SCBs egen statistik ger dock en lite annorlunda bild, vilket framgår av *figur 2*. Enligt den statistiken sjönk hushållens finansiella sparande

¹⁸ Det gradvisa införandet av obligatoriska system för tilläggs pension kan förväntas ha samma verkan.

återigen tillbaka under andra halvan av 1990-talet. Ur figuren framgår också tydligt graden av institutionalisering av hushållens sparande. Sparandet sker i stort sett helt och hållet i form av liv- och pensionsförsäkringsparande (i första hand avtalsförsäkringar). Om detta sparande exkluderas ser vi att hushållens finansiella sparande varit starkt negativt på senare år. Vilken betydelse den starka institutionaliseringen av hushållssparandet kan förväntas ha återkommer vi till nedan.

Tabell 3 Hushållens nettosparande som procentandel av deras disponibla inkomst, 1960–2007.

	1960–1969	1970–1979	1980–1989	1990–1999	2000–2007	1990–2007
Sverige	6,1	4,0	1,1	7,1	9,1	8,0
OECD	9,7	12,1	11,2	9,7*	5,1*	7,6*
OECD Europa	12,0	13,6	11,6	10,6**	8,0**	9,5**

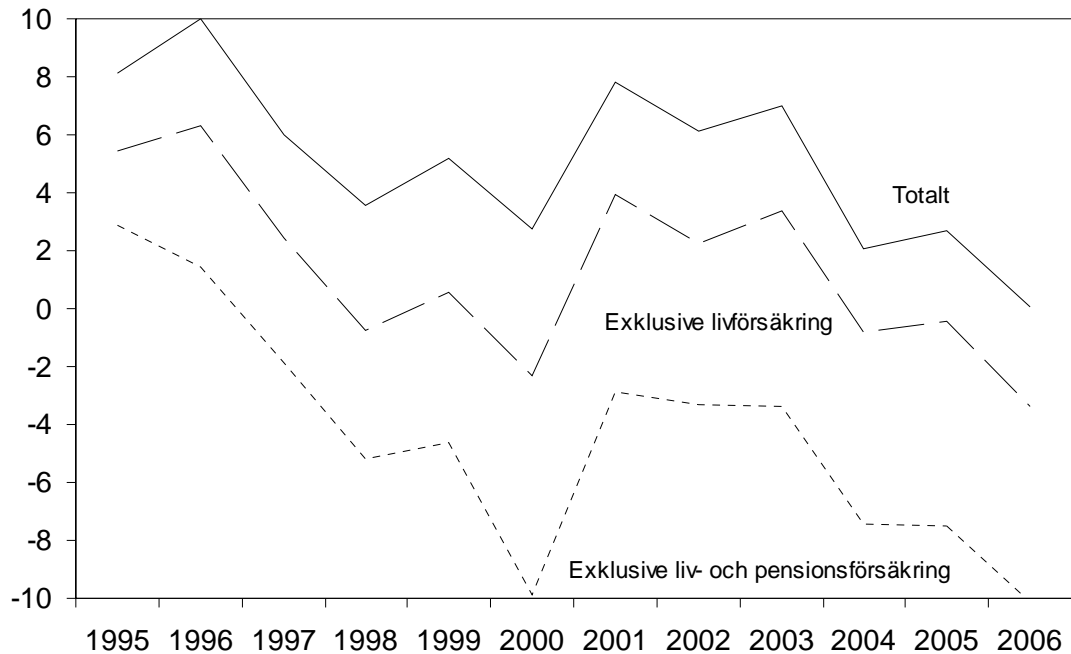
* Endast data för 20 OECD-länder.

** Endast 12 EU-länder. Västtyskland före 1991. Inga uppgifter för Portugal före 1995.

Källa: OECD (1982, 1997) samt OECD, *Economic Outlook 82 Database*.

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. Detta förutsätter dock dels att företaget tecknat kollektivavtal, dels att företaget har kompetensen och styrkan att förhandla fram bättre lösningar än vad lagen föreskriver. Idag saknar drygt hälften av företagen med 0–49 anställda kollektivavtal (Företagarna och Swedbank 2008).

Figur 2 Hushållens finansiella sparande som andel av disponibel inkomst, 1995–2006 (procent).



Anm.: Ideella organisationer ingår i det finansiella sparandet.

Källa: SCB Finansräkenskaper, <http://www.ssd.scb.se/databaser/makro/Produkt.asp?produktid=FM0102> för finansiellt sparande och SCB Nationalräkenskaper för disponibel inkomst.

Kompetensen och styrkan att förhandla fram avsteg från lagen kan förväntas vara positivt korrelerad med företagets storlek, men också, som Roe (2003) visar, med att det finns en dominerande ägare som kan tillgodogöra sig en stor del av vinsten av detta.

Bestämmelser om strikt anställningsskydd och ett formaliserat fackligt inflytande även på företagets operativa beslut är förmodligen svårare att hantera för potentiellt snabbväxande företag än för stora väletablerade bolag. Bruttodynamiken på arbetsmarknaden är också mycket hög även i ett land som Sverige. Enligt beräkningar av ITPS (2008) försvinner i storleksordningen 12–15 procent av alla jobb i näringslivet varje år. 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.¹⁹ Hakkala, Heyman och Sjöholm (2008) rapporterar också att existerande forskning visar att multinationella

¹⁹ Davis och Henrekson (2005) diskuterar dessa frågor mer ingående.

företag och då framförallt svenskägda multinationella företag är relativt mer benägna att lägga ner enskilda anläggningar. Samtidigt startar multinationella företag också relativt fler nya anläggningar. Omvandlingen i dessa företag blir därigenom snabbare än i lokala företag. Omvandlingen förefaller heller inte handla om att produktion flyttas utomlands utan det är snarare fråga om en omallokering av produktion inom landet. Givet att tillväxt på företagsnivå (och aggregerad nivå) sannolikt förutsätter en högre grad av bruttodynamik på arbetsmarknaden idag än på 1960- och 70-talen blir det mer besvärande än tidigare med regelverk som knyter den enskilde medarbetarens trygghet till den nuvarande anställningen.

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.²⁰ 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). Likaså kan noteras att tillgänglig forskning om sysselsättningens lönekänslighet i multinationella företag – sammanfattad i Hakkala, Heyman och Sjöholm (2008) – visar att denna känslighet är störst i det lönemässiga mellanskiktet och det är där många tenderar att hamna till följd av det svenska lönebildningssystemet.

4.3 Den första attacken mot modellen: förslaget om löntagarfonder

Som kommer att dokumenteras närmare i kapitel 6 rådde i slutet av 1960-talet en situation med ovanligt koncentrerad ägarkontroll och dominans av stora företag i svenskt näringsliv. Joseph Schumpeter (1942) hävdar att i en ekonomi som allt mer domineras av storföretag, och som saknar individuella entreprenörer, kommer kapitalismen successivt

²⁰ En viktig faktor bakom detta är de kollektivavtalsbetämda minimilönerna, vilka i Sverige förefaller vara högre än i något annat jämförbart land relativt medianlönen (Skedinger 2006).

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 synnerligen relevant. Under mitten och slutet av 1970-talet var det folkliga stödet i Sverige för kapitalism och marknadsekonomi mycket svagt.²¹

I linje med Schumpeters förutsägelser radikaliserades arbetarrörelsen starkt under det tidiga 1970-talet. Denna radikalisering manifesterade sig bland annat i explicita krav på ökat kollektivt ägande. 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.

Kraven på ökat kollektivt ägande 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 så kallade löntagarfonder (se Meidner 1978). Detta kan tolkas som en konkret plan för genomförande av Wigfors ursprungliga vision att konvertera de stora företagen till ”samhällsföretag utan ägare”.

Förslaget om löntagarfonder mötte ett motstånd utan motstycke från företagare och kapitalägare.²² 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

²¹ 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 (Henrekson och Jakobsson 2001).

²² 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.

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 kollektivering av företagskontrollen och ägandet tystnade. Å andra sidan reformerades inte skattesystemet för att underlätta uppkomsten av nya enskilt ägda företag.

5 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 *tabell 4*. 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.

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 1990/91.²³ Därmed utjämnades i hög grad de snedvridande skattekilarna mellan olika ägare och finansieringskällor. Efter 1995 ökade skillnaderna i skattekilrar återigen, i stort sett enligt tidigare mönster. Skillnaderna har dock förblivit väsentligt mindre än före skattereformen. Se *tabell 5*.

²³ Se Agell, Englund och Södersten (1998) för en detaljerad genomgång och utvärdering av skattereformen.

Tabell 4 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
Likviditetskvoter 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) och Jonung (1994).

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 5 Effektiva marginalsatser för olika kombinationer av ägare och finansiering (real avkastning före skatt på 10 % med det aktuella årets inflation), 1991, 1994, 2001, 2005 och 2008.

	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
2008			
Hushåll	22,9*	48,1*	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 och var helt avskaffad 2008. 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 reallt före skatt blir 0 procent reallt efter skatt. En negativ skatt innebär att den reala avkastningen efter skatt är högre än före skatt. Följande inflationstakter låg till grund för beräkningarna: 1980: 9,4 %, 1994: 5 %, 1995: 5 %, 2001: 3 %, 2005 och 2008: 2 %. 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).

Tabell 6 visar en representativ skatteberäkning för olika ägare enligt 2008 års skatteregler.

För hushåll har även beräkningen gjorts med 2005 års regler då det fortfarande fanns förmögenhetsskatt på börsnoterade aktier. Det är ännu en gång uppenbart att individer missgynnas i förhållande till institutioner. Detta gäller också i förhållande till utländska institutioner. Det bör dock noteras att borttagandet av förmögenhetsskatten på noterade aktier sänker skattesatsen för svenska hushåll med 11 procentenheter.

Tabell 6 Skatt på aktieutdelning i kr för olika ägarkategorier enligt 2008 års skatteregler samt för hushåll 2005 – investering på 10 000 kronor och 10 procents avkastning i form av utdelning.

	Svenska hushåll 2005	Svenska hushåll 2008	Svenska pensionsfonder	Svenska stiftelser	Utländska investeringsfonder
Bolagsskatt	280	280	280	280	280
Inkomstskatt	216	216	90	0	0
Förmögenhetsskatt	120	0	0	0	0
Nettoavkastning	384	494	630	720	720
Skattesats (%)	61,6	50,6	37	28	28

Anm: Hushållet antas år 2005 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.

Dessutom framgår det tydligt i *tabell 7* 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 ägande i jämförelse med svenskt enskilt ägande.

Vissa avreglerande åtgärder vidtogs också på arbetsmarknaden. Viktiga åtgärder här är rätten att driva bemanningsföretag (1993), undantag i turordningsreglerna vid neddragning för små företag (2001) och ovillkorlig rätt till tidsbegränsade anställningar (1997, utvidgad 2007).²⁴ Flera tidigare reglerade produktmarknader har också avreglerats, såsom taxi (1990), telekom (1993), elektricitet (1996), inrikesflyg (1992), finanssektorn (1993), posten (1993) och järnvägstrafik (ofullständigt, se Ingemarsson 2004). Dessutom har EU-medlemskapet 1995 och den allmänt ökande integrationen av produkt- och kapitalmarknader bidragit till urholkningen av den gamla korporativistiska modellen.

²⁴ Se vidare Skedinger (2008, sid. 37–43).

Tabell 7 Några viktiga aspekter på aktieägarbeskattningen i ett antal industriländer, 2008.

Ingen eller reducerad beskattning av utdelning på ägarnivån	Ingen förmögenhetsskatt	Låg förmögenhetsskatt, höga fribelopp och/eller låg/ingen utdelningsskatt	Ingen kapitalvinstskatt på långa innehav	Kapitalvinstskatt > 0 men ≤ 20 % på långa innehav
Finland	Numera i stort	Frankrike	Grekland	Irland
Frankrike	sett alla länder	Schweiz	Korea	Italien
Grekland	utom Norge,	Spanien	Luxemburg*	Norge
Italien	Frankrike,		Mexiko	Spanien
Luxemburg	Schweiz		Nederländerna	USA
Norge	och Spanien		Portugal	Kanada
Nya Zeeland			Storbritannien*	Island
Spanien			Tyskland [#]	
Storbritannien			Österrike	
Tyskland			Tjeckien	
Island			Nya Zeeland	
Japan			Schweiz	
Kanada				
USA				
Österrike				

Anm: *Stort grundavdrag. Definitionen av "långt innehav" varierar mellan 3 månader och 5 år. Ibland avser uppgifterna ett representativt typfall. [#]25 % fr.o.m. 2009.

Källa: Svenskt Näringsliv, Institutet för Utländsk Rätt, och *European Tax Handbook* (utgiven av International Bureau of Fiscal Documentation).

6 Utveckling av ägande och kontrollstruktur

Vi såg i kapitel 4 att den kombinerade effekten av beskattning på reavinst, förmögenheter, vinster och vinstandelar före skattereformen 1990/91 minskade enskilda individers incitament att äga och utveckla företag. Skattesystemets utformning minskade också incitamenten 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 de institutionella villkoren?

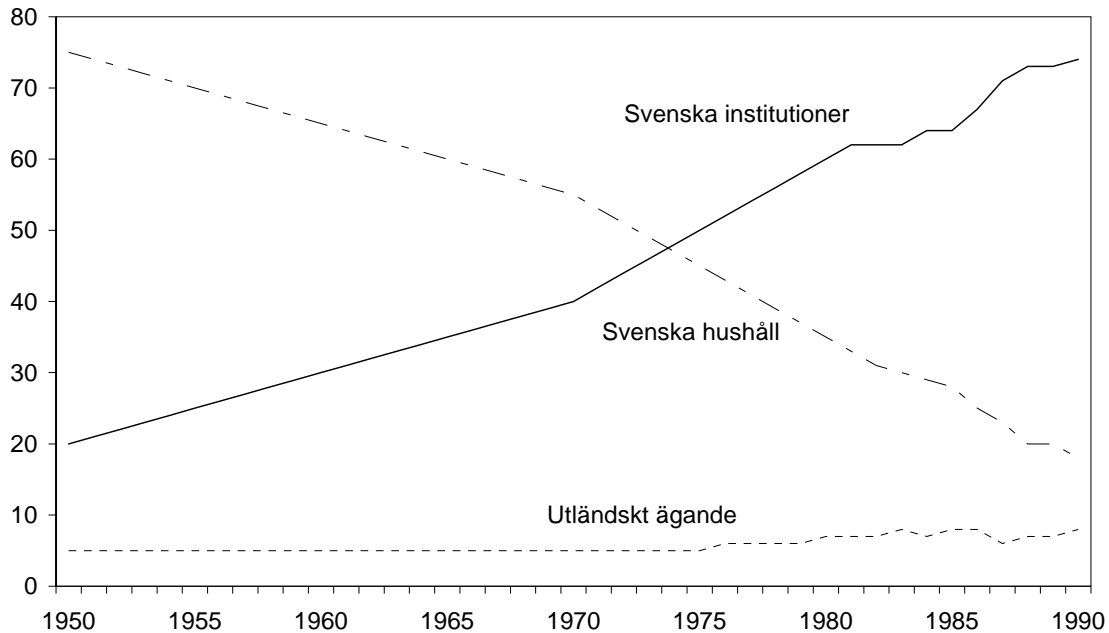
6.1 Utvecklingen under fas I

Figur 3 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.²⁵ 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,²⁶ vilket i de flesta fall innebar att svenska företags substansvärden i hög grad översteg deras marknadsvärden.

²⁵ De latent skatteskulderna ("dolda reserver") uppgick vanligen till lika mycket som det totala beskattade egna kapitalet i börsnoterade företag under 1980-talet (Josefsson 1988).

²⁶ 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 1 är högre, vilket kan bero på användning av olika källor.

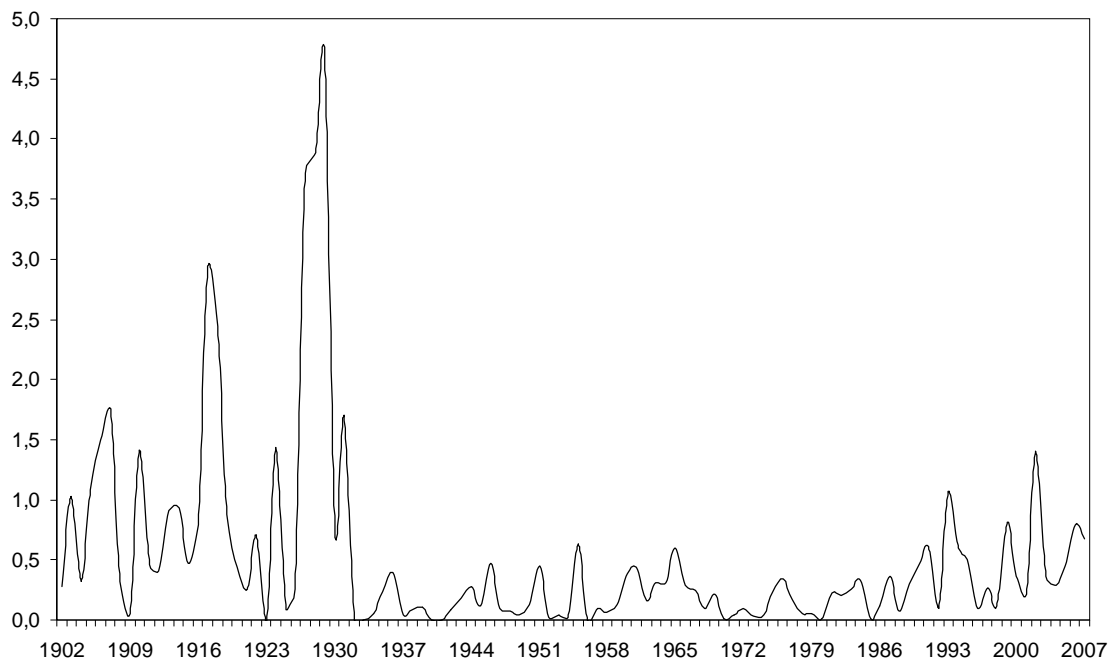
Figur 3 Ägarandelar för olika ägarkategorier av svenska börsnoterade aktier som andel av börsvärdet, 1950–1990.



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

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 förmögenhetsförstöring. 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 existerade bolag. Som visas i figur 4 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 4 Den totala volymen av nyemissioner på Stockholmsbörsen som andel av BNP, 1902–2007.



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

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

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.²⁷

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). 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). 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). En spegelbild av storföretagsdominansen är att nivån

²⁷ Från mitten av 1960-talet till mitten av 1980-talet sjönk soliditeten i börsnoterade bolag från ca 50 till drygt 20 procent (Josefsson 1988).

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 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 förmögenhetsackumulation och förhindra hushållens aktieägande 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 1963.²⁸ 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 8–12 procent av BNP i Sverige.²⁹

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

²⁸ 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.

²⁹ Dessa familjer lämnade Sverige under 1970-talet. Kamprad och en gren av Rausingfamiljen är eller har varit bosatta i Schweiz. De har ofta 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 sina aktieinnehav.

korporativistiska modellen sin höjdpunkt under det sena 1960-talet. Näringslivet dominerades då ägarmässigt 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 ägande i företagssektorn fortsatte politiken avseende beskattning, sparande och arbetsmarknadslagstiftning – om än i lägre grad än tidigare – att uppmuntra en utveckling mot ökat institutionellt ägande, ökad dominans för stora kapitalintensiva företag och ökad skuldfinansiering.

6.2 Utvecklingen under fas II

Koncentrationen av kontrollrättigheter fortsatte att öka i företag som var noterade på Stockholmsbörsen fram till slutet av 1990-talet. Användningen av aktier med differentierad rösträtt för att säkerställa koncentrerad kontroll ökade kraftigt efter mitten av 1960-talet – se *tabell 8*. 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 2008 nere på 46 procent. Bland de nytilkomna bolagen på senare år är andelen med differentierad rösträtt än lägre; under femårsperioden 2004–2008 varierade andelen mellan 14 och 31 procent (Fristedt och Sundqvist 2008). Det går således inte längre att hävda att det typiska i Sverige är att grundarna vid en börsnotering behåller makten i sitt företag genom att utnyttja möjligheten att i första hand emittera aktier med lägre rösträtt.

Modern forskning visar att denna endogena anpassning mot minskad användning av aktier med differentierad rösträtt är ett svar på att företag med A/B-aktier värderas lägre. Holmén och Nivorozhkin (2007) finner i en studie av 200 börsnoterade företag 1985–2000 att familjeägande är bra, förutsatt att kontrollen *inte* grundar sig på aktier med olika rösträtt. Företag med A/B-aktier får ett lägre Tobins q och sannolikheten för att det läggs ett bud på företaget är lägre. Bjuggren m.fl. (2007) finner samma resultat. Burkart och Lee (2008) finner i en omfattande genomgång av den teoretiska litteraturen att det visserligen är bra med en ägare som har incitament att utöva ägarrollen och kontrollera företagsledningen, men att mycket talar för att detta inte bör ske med hjälp av A/B-aktier.

En faktor som förefaller ha bidragit till att minska värdet på företag med A/B-aktier är den så kallade budplikten (Holmén och Nivorozhkin 2008), dvs. skyldigheten för en

ägare som uppnår en viss rösträttsandel genom köp av en kontrollpost att ge samma erbjudande till samtliga aktieägare. Budplikten infördes 1999 och hade då en gräns på 40 procent av rösterna, vilket sänktes till 30 procent 2003. Eftersom en huvudägare som köper en kontrollpost tvingas att lägga bud på alla aktierna efter införd budplikt minskar risken med att bara kontrollposten byter ägare, vilket därmed höjer värdet på företagets alla aktier.

Barontini och Caprio (2005) bekräftar att resultaten för Sverige även gäller mer generellt. De studerar 675 börsnoterade företag i elva länder i kontinentaleuropa och Skandinavien. De finner att avkastningen är högre i familjekontrollerade företag, men att den givet familjekontroll sjunker i det fall familjen utövar en kontroll som via A/B-aktier eller andra mekanismer ger makt som överstiger kapitalägandet. Stundien bekräftar således resultaten för Sverige för resten av Europa utanför den anglosaxiska världen.

Tabell 8 Procentandel börsnoterade bolag på Stockholmsbörsen med aktier med differentierad rösträtt, valda år 1968–2008.

År	Andel	Antal bolag	År	Andel	Antal bolag
1968	32	146	1992	87	202
1972	36	134	1998	63	304
1977	44	130	2006	46	295
1981	54	128	2008	46	299
1986	74	217			

Källa: Bergström och Rydqvist (1990), Isaksson och Skog (1994), Agnblad m.fl. (2001) och Fristedt och Sundqvist (2008, s. 28).

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 reavinst och aktieutdelningar. Den enda skatt de påförs är en proportionell skatt på substansvärdet av det totala innehavet vid årets slut. 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. Skatten kan också undvikas om investmentbolaget betalar utdelningar till sin ägare som är åtminstone lika stora som summan av de mottagna utdelningarna och den proportionella skatten. Överlag har dock

den proportionella skatten på substansvärdet varit mycket kännbar för investmentbolagen. I praktiken ville de därför undvika att betala skatt, men detta krävde höga utdelningar till ägarna, vilket gjorde det svårt för investmentbolagen att växa i takt med sina innehav. Efter lagändringen 2003 har de återstående investmentbolagen i stort sett kunnat undvika substansvärdesskatten genom att med få undantag se till att alltid ha en ägarandel på minst 10 procent i portföljbolagen.

De mest betydelsefulla av dessa investmentbolag kom till som ett resultat av den lagstiftning 1934 som förbjöd banker att äga aktier. Som Petersson (2001) har visat bildades en andra omgång investmentbolag under första hälften av 1960-talet. De hade alla 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. Lindkvist (1990) rapporterar att 30 000 svenskar som emigrerade under perioden 1965–1989 fick tillstånd av Riksbanken att exportera kapital från Sverige.

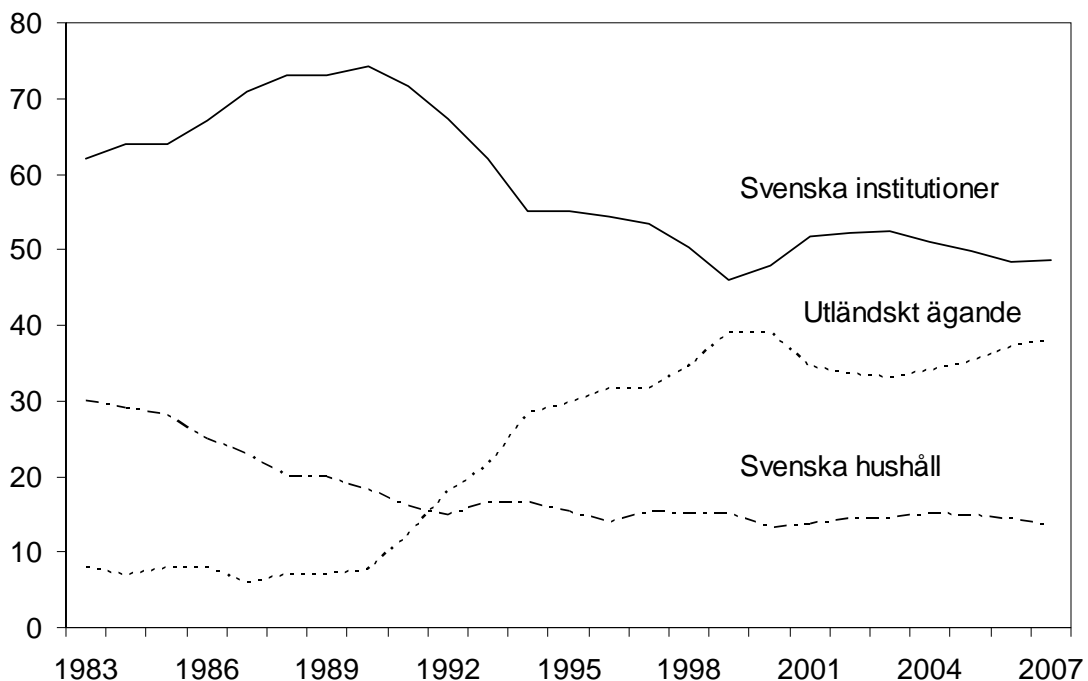
Avregleringen av de inhemska kapitalmarknaderna under 1980-talet (se tabell 4) gav upphov till nya aktörer med gynnsamma möjligheter på ägar marknaden och de bankrelaterade ägargruppernas unika position underminerades snabbt. Nödvärdigt kapital kunde uppådas för (ibland fientliga) övertaganden, styckning 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. 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 (Isaksson och Skog 1994).

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).

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 5* 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 och var vid utgången av 2007 tillbaka på samma nivå som vid millennieskiftet.

Figur 5 Ägarandelar för olika ägarkategorier av svenska börsnoterade aktier som andel av börsvärdet, 1983–2007.



Källa: Finansinspektionen och SCB.

Trots den stora ökningen av utlandsägandet blev emellertid kontrollen över de börsnoterade företagen 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 kontrollägare. I de flesta fall var kontrollägaren en familj eller en enda person (62 procent av alla börsnoterade bolag).

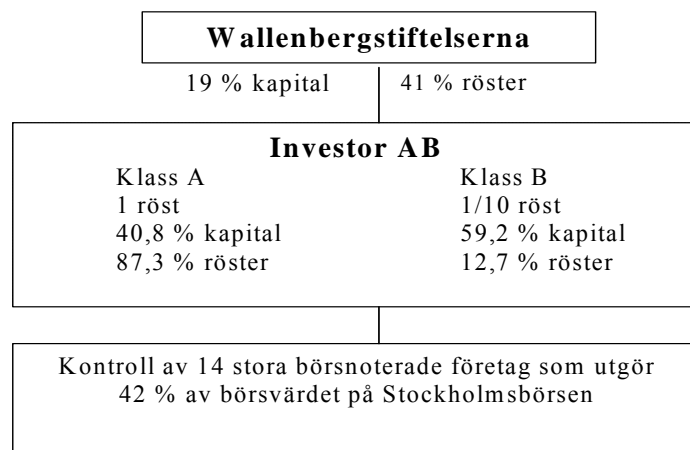
De största företagen började använda sig av investmentbolag, organiserade som holdingbolag med ask-i-ask-ägande, som viktiga kontrollmekanismer. Enligt Holmén och Högfeldt (2005a) kontrollerades så mycket som 83 procent av börsvärdet av investmentbolag 1993. Efter de genomgripande förändringarna i skattesystemet 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. Makten bygger på att de olika SHB-stiftelserna (sju pensions- och forskningsstiftelser) äger 25 procent av kapitalet och 35 procent av rösterna i Industrivärden. Dessa stiftelser äger också direkt betydande poster i Industrivärdens sex tunga innehav. Beslutsmakten utövas således inte av någon familj eller privatperson som är slutgiltig ägare utan makten utövas av ett tjänstemannakollektiv nära knutet till Handelsbanken, vilket gör att man brukar tala om Handelsbanken-sfären.³⁰

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

³⁰ Här är det dock på sin plats att nämna att Fredrik Lundberg med familj på senare år ökat sitt innehav Industrivärden. Privat och genom sitt investmentbolag Lundbergs är familjen Lundberg i början av 2008 största enskilda ägare i Industrivärden med 18,2 procent av rösterna och 13,2 procent av kapitalet (Fristedt och Sundqvist 2008).

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). År 1997 nådde Investors och Industrivärdens sammantagna inflytande över Stockholmsbörsen sin kulmen. De börsföretag de kontrollerade svarade då för 63 procent av det totala börsvärdet (Holmén och Högfeldt 2005a).

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

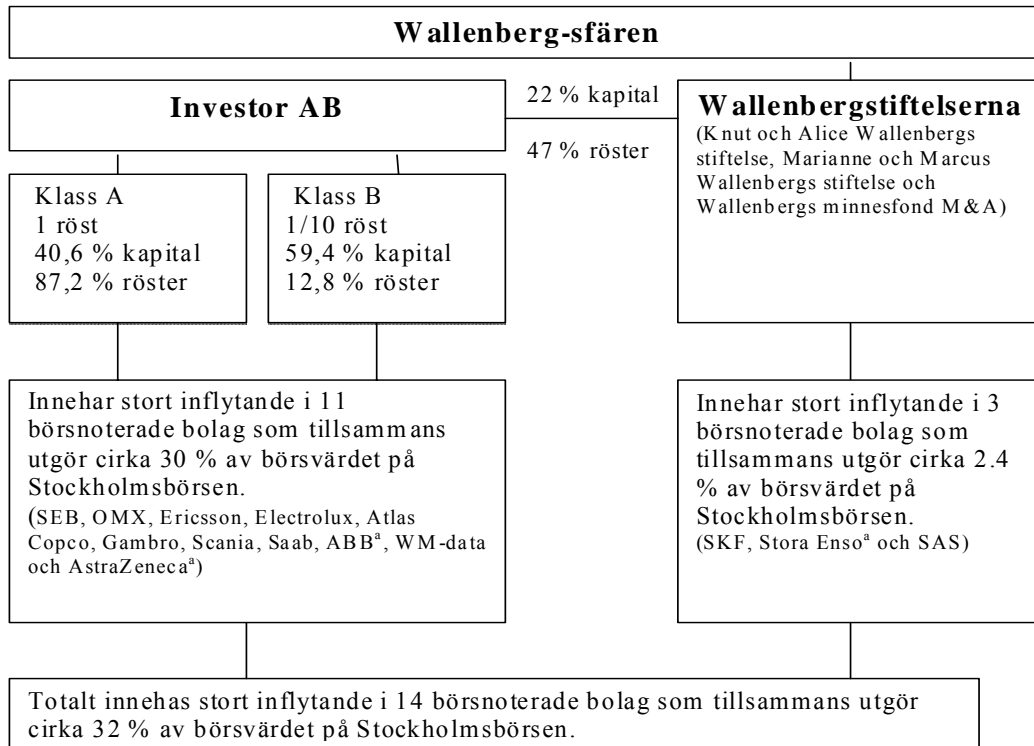
6.3 Utvecklingen under fas III

Vid utgången av år 2005 hade Wallenberg-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 2005.³¹ Detta avser ovägda genomsnitt. Om istället rösträttsandelarna vägs med företagets storlek (mätt som börsvärde) blir den

³¹ 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.

genomsnittliga rösträttsandelen 26,4 procent 1998 och 13,8 procent 2005. Mätt på detta sätt hade således rösträttsandelen i Wallenberg-sfärens 14 kärninnehav näst intill halverats sedan 1998.

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



Anm.: ^aavser bolag med utländsk juridisk person, vars värde här har beräknats utifrån värdet på den del av bolagets aktier som är registrerade på Stockholmsbörsen.

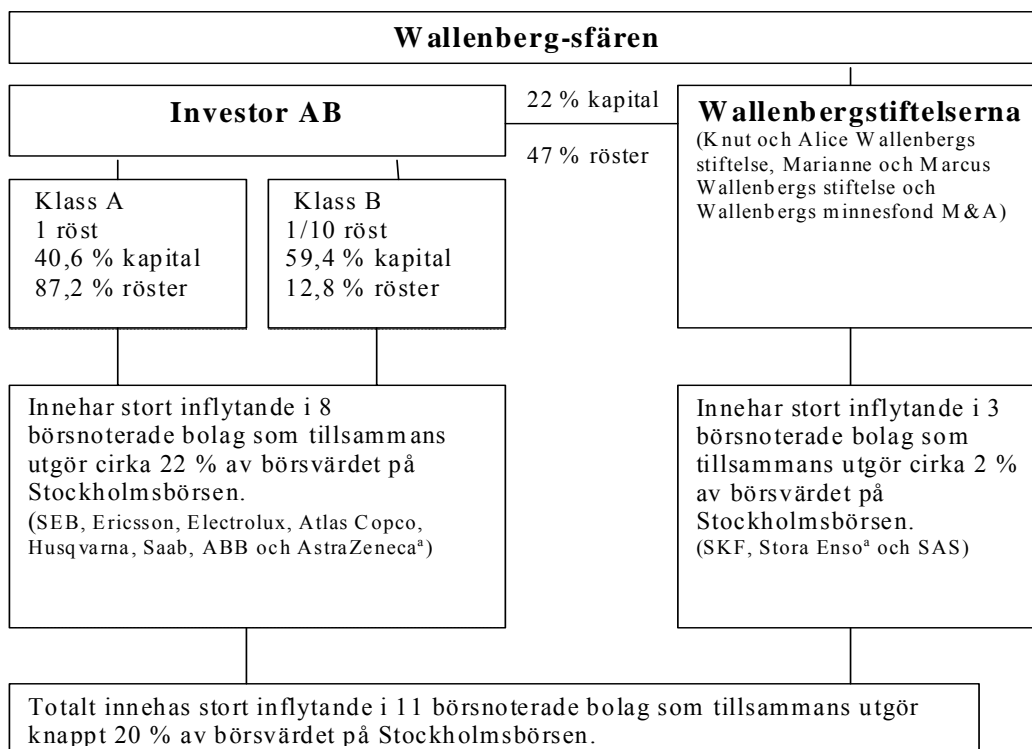
Källa: Fristedt och Sundqvist (2006), Investor ABs bokslutskommuniké 2005 och statistik från OMX-gruppen.

Nedgången i inflytande har fortsatt under 2006–2008. I början av 2008 sålde sfären sina aktier i OMX och Scania, vilka utgjorde 4,3 procent av börsvärdet. Som framgår av *figur 6c* hade sfären i maj 2008 ett dominerande inflytande i 11 bolag som utgjorde knappt 20 procent av det totala börsvärdet.

På samma sätt kontrollerade Handelsbanken-sfären, genom Industrivärden, 11 börsnoterade bolag, vilka 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).

Figur 6c Wallenberg-sfärens kontroll över svenska bolag genom Investor AB och via Wallenbergstiftelserna direkt, maj 2008.



Anm: ^aavser bolag med utländsk juridisk person, vars värde här har beräknats utifrån värdet på den del av bolagets aktier som är registrerade på Stockholmsbörsen. Andelarna har beräknats utifrån börsvärdet per 31.12.2007.

Källa: Investor AB och Fristedt och Sundqvist (2008).

Handelsbanken-sfären hade våren 2008 ett dominerande inflytande i åtta börsnoterade bolag, vilka vid utgången av 2007 utgjorde 19 procent av börsvärdet.³² SHB-sfären har således både ökat sitt inflytande och i princip blivit en lika mäktig aktör på börsen som Wallenberg-sfären under den senaste tioårsperioden. Det bör dock noteras att Industrivärdens kontroll vilar på en smalare kapitalbas än Investors (börsvärde på 42,7 respektive 111,5 miljarder vid utgången av 2007).

³² Dessa bolag var SCA, Skanska, SSAB, Sandvik, Handelsbanken, Ericsson, Industrivärde och Munters (Fristedt och Sundqvist 2008). Här kan noteras att såväl Industrivärdens-sfären som Wallenberg-sfären tillskrivs ett dominerande inflytande i Ericsson (21, respektive 20 procent av rösterna).

Sammanfattningsvis karakteriserades Stockholmsbörsen under slutet av 1990-talet av en extrem klyfta mellan kapitalägande och kontrollkontroll. Det är särskilt tydligt att Wallenbergfamiljen var 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 börsnoterades med få undantag lyckades 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 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 länge varit beredda att avstå från privat förmögenhetsuppbyggnad i utbyte mot ökade möjligheter att stärka kontrollen av sina företag. Cronqvist och Nilsson (2003) finner i en studie på svenska företag att värden ofta förstörts genom att kontrollägaren tenderar att hålla fast vid sitt ägande för länge, istället för att släppa in nya ägare med kompetens och tillräcklig finansiell styrka för att vidareutveckla företaget. Benägenheten att prioritera bevarad kontroll framför tillväxt gäller även för mindre svenska entreprenörsdrivna bolag; se Cressy och Olofsson (1996) och Wiklund m.fl. (2003). Holmén och Högfeldt (2005b) finner 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 tillförsel av nytt kapital som erfordras vid en högre investeringstakt skulle späda ut familjens kontroll i bolaget.

Vi kommer också att se att andra, än starkare, krafter kopplade till värderingen av företagens kassaflöden skapar en stark tendens till frivillig nedmontering av den svenska

ägarmodellen baserad på stora skillnader mellan kapitalägande och kontrollrättigheter. Detta sker trots att i stort sett hela det regelverk finns kvar som gjorde denna ägarstyrningsmodell möjlig.

Mest slående är att Wallenberg-sfärens betydelse som kontrollägare på börsen för närvarande är i snabbt avtagande. Som vi redan konstaterat kontrollerade Investor 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). Sedan 2005 har WM-Data sålts till det brittiska bolaget Logica, Gambro köpts upp av EQT, Scaniaaktierna sålts till Volkswagen och OMX köpts upp av Nasdaq.

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.

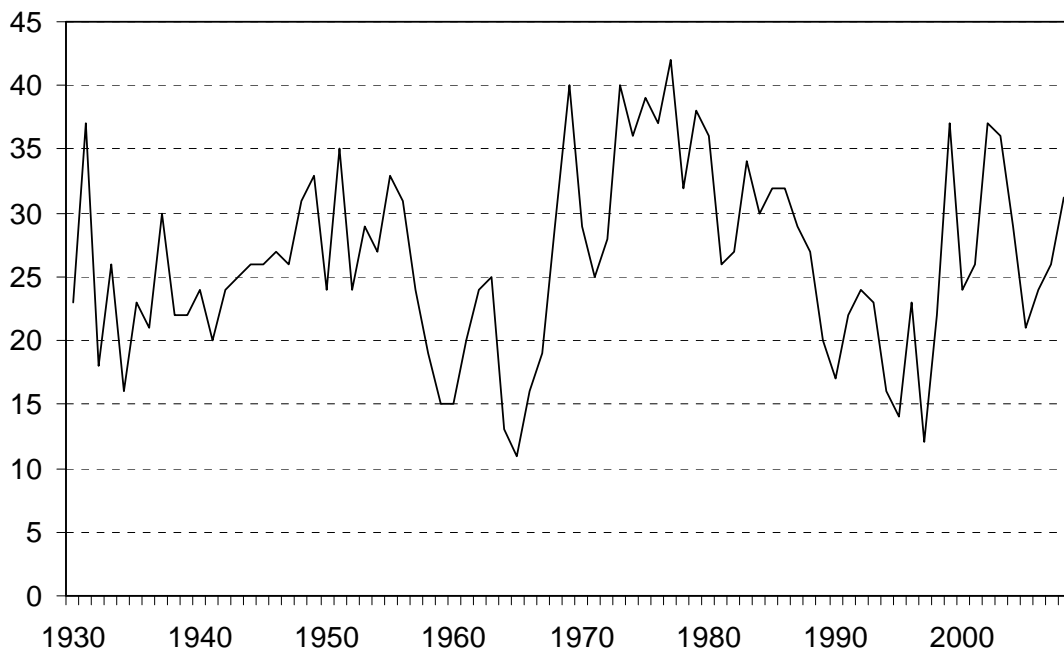
Den huvudsakliga anledningen till denna utveckling har att göra med de växande och allt mer internationaliserade aktiemarknaderna. I en sådan miljö har investmentbolagen varken kapacitet att expandera eller den flexibilitet som behövs för att bibehålla sin ställning. Det finns flera anledningar till 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 7* har Investor alltid handlats med rabatt jämfört med nettovärdet på dess tillgångar. Ibland har rabatten varit så hög som 40 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.³³ 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).³⁴ 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.

Figur 7 Investmentbolagsrabatt för Investor, 1930–2008 (procent).



Ann: Investmentbolagsrabatter definieras som $(1 - \text{börsvärdet/värdet av nettotillgångarna}) \cdot 100$. Rabatten 2008 avser ett genomsnitt för januari–mars 2008.

Källa: Lindgren (1994b), Investor ABs årsredovisning 1999 och Investor AB 2008.

I många fall, och särskilt i fallet Wallenbergfamiljen, är makten knuten till aktieinnehav i en familjestiftelse i toppen av ägarpyramiden. Familjestiftelser är skattebefriade förutsatt att de donerar 80 procent av utdelningsintäkterna till ändamål som saknar kommersiellt

³³ 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.

³⁴ I fallet Electrolux reducerade denna åtgärd Wallenbergsfärens röstandel från 94 till 25 procent.

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 stiftelser 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 incitamentsproblem. Gilson (2006) betonar att i system med stark separation av ägande och kontroll men med väl fungerande rättssystem, omfattande redovisningskrav och skydd av minoritetsägares intressen av företagen krävs att kontrollägaren åsätter kontrollen ett högt icke-pekuniärt värde, dvs. att “intäkten” i hög grad härrör från den ställning som sådana individer/familjer åtnjuter i samhället. Om detta icke-pekuniära kontrollvärde sjunker minskar incitamenten att utöva ägar- och kontrollfunktionen för den som inte har en lika stor kapitalandel. När det icke-pekuniära värdet sjunker, sjunker också den tröskel (i form av budpremie) vid vilken de nuvarande kontrollägarna är beredd att sälja ut. När dynastiska ambitioner inte längre tjänar som en tillräckligt stark drivkraft kan familjestiftelser heller 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.

7 Utländskt ägande genom dotterbolag

Ett ökat utlandsägande i näringslivet kan ta sig olika former. En form är den som beskrevs i kapitel 6, dvs. en ökad utländsk ägarandel i existerande och fortlevande

svenska börsnoterade företag. En sådan ökning av utlandsägandet har skett i de allra flesta svenska börsföretag. Detta ägande kan vara passivt, vilket kanske är det vanligaste, men det kan också vara kombinerat med styrelserepresentation och ett mera aktivt ägande. Först när en enskild utländsk ägare har 50 procent av röstvärdet räknas det som utlandsägt. Det kan emellertid fortfarande vara ett svenskt företag i meningen att företagets huvudkontor ligger i Sverige.

En annan form av ökat utländskt ägande är att det svenska bolaget köps upp av ett utländskt företag, varigenom det svenska företaget blir ett dotterbolag i en internationell koncern vars huvudkontor finns i utlandet. Medan den första formen av ökat utlandsägande inte nödvändigtvis behöver påverka företaget särskilt mycket, så leder den andra formen närmast med nödvändighet till stora organisatoriska förändringar i företaget (Borglund 2006). Det svenska företaget A, kan innan det blir uppköpt av det utländska företaget B, vara ett företag med dotterbolag över hela världen, vilka alla rapporterar till huvudkontoret i Sverige. Efter uppköpet bildas ett nytt koncernhuvudkontor i företaget Bs hemland. Den svenska verksamheten i företaget A drivs vidare i form av ett svenskt dotterbolag till det utländska företaget B. Vanligtvis kommer de gamla dotterbolagen till A efter uppköpet att rapportera till koncernhuvudkontoret i det nya företaget. I många fall sker en integrering av utlandsverksamheten mellan de gamla dotterbolagen i A och B. I många fall kan också den svenska verksamheten i det gamla företaget A bli en del av denna integration.

Internationaliseringen av ägandet har också medfört en omfattande utflyttning av huvudkontor från Sverige. Det ligger i sakens natur att varje gränsöverskridande affär på koncernnivå aktualiserar frågan om var huvudkontoret för den nya koncernen skall ligga. Vi vill peka på två förhållanden som har mycket stor betydelse för huvudkontorets lokalisering vid en stor gränsöverskridande strukturaffär. Det första är den inbördes finansiella styrkan mellan parterna. Den starkare parten blir köpare och tenderar att lägga huvudkontoret hos sig. Här tenderar den svenska parten att komma till korta på grund av att dess kontrolläggande ofta vilar på en väsentligt svagare kapitalbas än det utländska kontrolläggandet till följd av att ägarpolitiken i Sverige skapat ett unikt stort gap mellan kontrollrätter och kapitalandel. Det finns annars ingen naturlag som säger att familjeägda företag måste dra det kortaste strået i internationella storaffärer. Vi har två färska

exempel på detta. Scania kontrolleras nu av familjeföretaget Porsche och Vin&Sprit av familjeföretaget Pernod.

Det andra förhållande som kan avgöra placeringen av huvudkontor är den relativa attraktiviteten för sådana verksamheter som olika lokaliseringar kan ha. Ett utländskt ägande behöver inte nödvändigtvis betyda att huvudkontoret placeras i ägarens hemland. Om Sverige, eller Stockholmsområdet, är tillräckligt attraktivt så kan ägaren välja Stockholm framför sitt eget hemland. Framförallt kan detta vara betydelsefullt om ägarbilderna är diffus. Vad gäller detta område kan man konstatera att svenska regeringar inte aktivt har arbetat för att skapa goda förutsättningar för lokaliseringar av huvudkontor till Sverige. Av särskild betydelse förefaller här vara den generellt sett höga beskattningen av arbetsinkomster och svårigheten att i praktiken använda sig av den nedsättning som den utländska expertskatten erbjuder.³⁵

En tredje form för ökat utländskt ägande är nyetableringar och nyinvesteringar av ett företag i Sverige. Också i detta fall kan man räkna med att den nya svenska etableringen blir ett dotterbolag till en koncern, som har sitt huvudkontor i utlandet. Fram till slutet av 1980-talet etablerade sig utländska företag i Sverige huvudsakligen genom sådana så kallade *greenfield investments*.

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.³⁶ Som visas i *figur 8* har antalet anställda i helt utländskt ägda företag (för det mesta helägda dotterbolag eller filialer till utländska multinationella bolag) ökat kraftigt i Sverige under det senaste kvartselet. År 1980 var ungefär 114 000 svenskar anställda i utländska bolag.³⁷ År 2006 hade denna siffra stigit till 573 000, och nästan en av fyra anställda i näringslivet (23 procent) arbetade för ett utländskt företag (ITPS 2007). Denna studie handlar ju om ägandet och styrningen av de stora företagen och här blir naturligt nog de utlandsägda företagens sysselsättningsandel större. Om vi med stora företag menar företag (inklusive koncerner) med minst 200 anställda så var år 2005 41 procent av dem

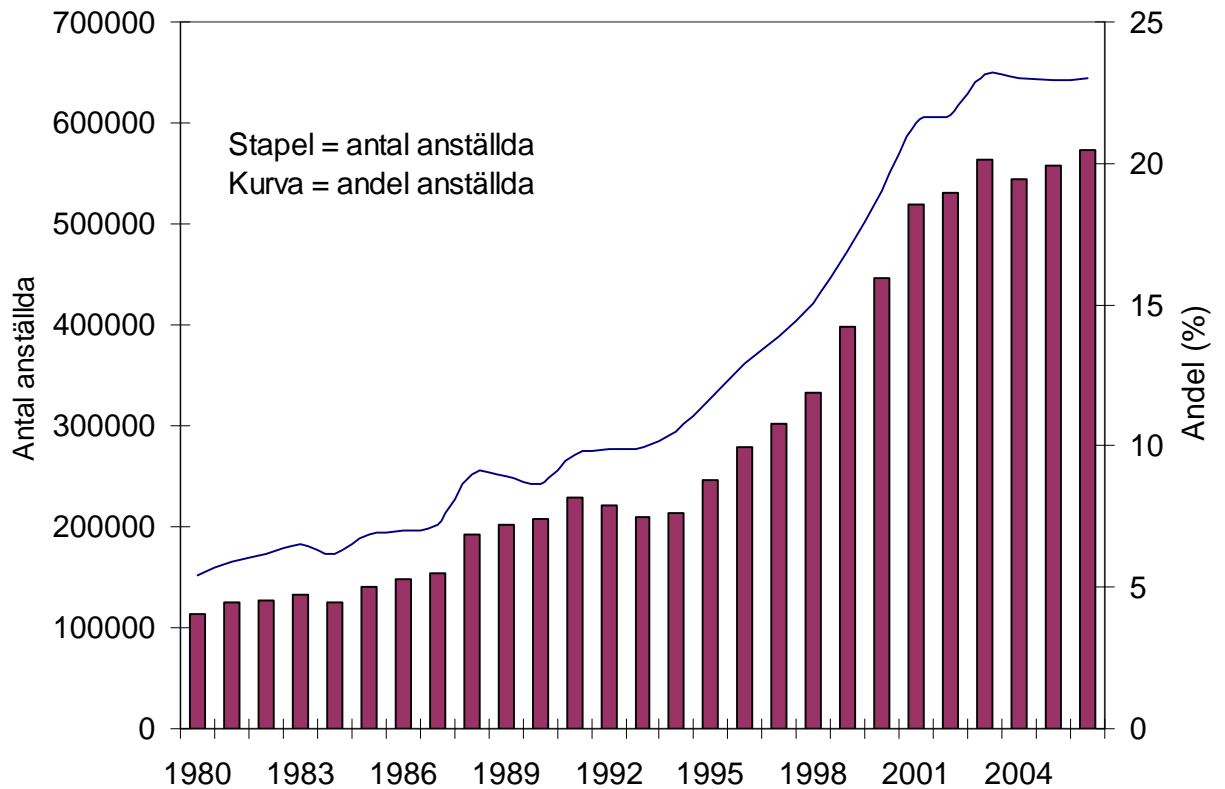
³⁵ En mera omfattande empirisk analys av vilka faktorer som påverkar lokaliseringen av ett huvudkontor görs i Braunerhjelm och Lindqvist (1999) och i Eliasson (2008)

³⁶ Den utländska ägardominansen är mest påfallande inom läkemedelsindustrin med en ägarandel på ca 86 procent.

³⁷ Tidigare använde ITPS, som ansvarar för denna statistik, begreppet ”utlandsägda företag”, men på grund av en ny EU-förordning används från 2007 istället begreppet ”utländska företag”.

som jobbade i storföretag anställda i utländskt ägda företag (Bjuggren och Johansson 2008).

Figur 8 Antal anställda i utländska företag och deras andel av de anställda i näringslivet (%), 1980–2006.

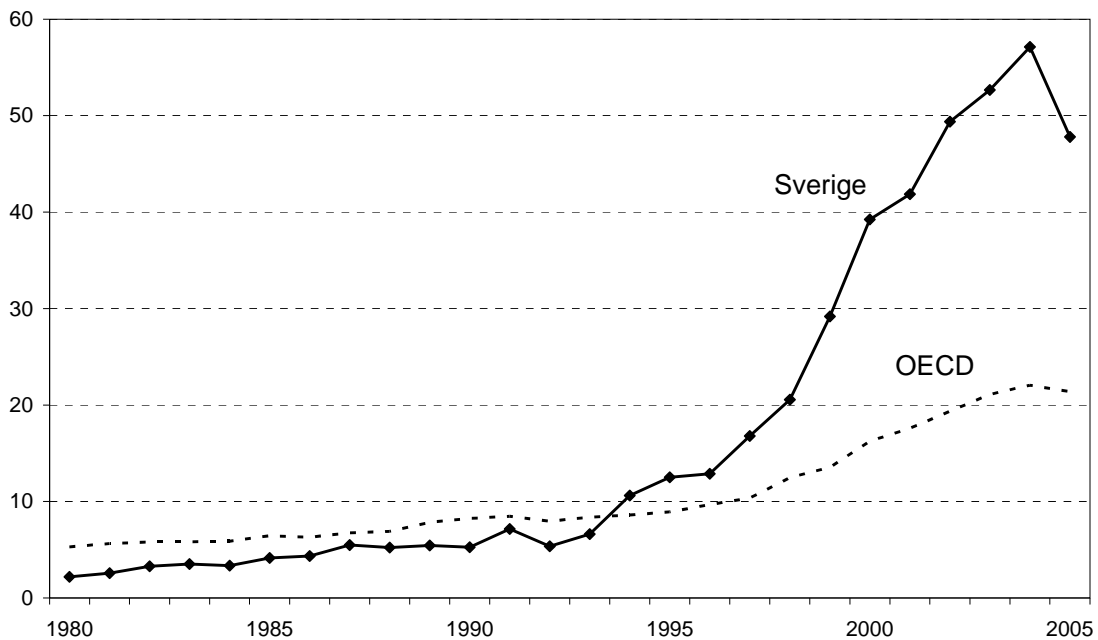


Källa: Strandell (2000) och ITPS (2007).

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). Som framgår av *figur 9* har stocken av de ingående direktinvesteringarna i Sverige sedan mitten av 1990-talet legat mycket högt i förhållande till OECD-snittet, efter att ha varit både mycket låga och legat under OECD-snittet fram till dess att ägarmarknaden för utlänningar

avreglerades fullt ut 1993. Detta har lett till att de svenska företagstillgångarna utomlands numera endast är marginellt större än de utländska tillgångarna i Sverige (ISA 2008).

Figur 9 Stocken av ingående direktinvesteringar i Sverige och OECD 1980–2005 som andel av BNP (%).



Källa: UNCTAD (diverse årgångar), *World Investment Report*, New York: Förenta Nationerna.

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.³⁸ Som framgår av *tabell 9* har så gott som hälften av de utlandsägda företagen fått utländska ägare genom förvärv av existerande företag och dessa företag svarar för mer än 70 procent av sysselsättningen i de utlandsägda företagen.

³⁸ 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.

Tabell 9 Antal företag och anställda efter de utländska företagens etableringsform 2006.

Alla	Antal företag	Andel företag i %	Antal anställda
Förvärv/köp	5 489	49	381 524
Fusion	224	2	43 920
Nyetablering	3 179	29	66 066
Övrigt	719	6	53 304
Uppgift saknas	1 496	13	27 901
Totalt	11 107	100	527 715

Anm.: Siffran över antalet anställda är här något lägre än de 573 000 som redovisats ovan. Detta beror på olikheter i definitioner. Enligt ITPS (2007) är 573 000 den korrekta totalsiffran för antalet anställda i utländska företag..

Källa: ITPS.

Ett förvärv betyder, som vi har sett, inte nödvändigtvis att huvudkontoret till det förvärvade företaget flyttas utomlands. I de allra flesta fall är dock detta fallet. Vi skall illustrera betydelsen av denna utveckling genom att specialstudera utvecklingen av de 50 största svenska företagen sedan 1975. Storleksbegreppet är här omsättning i kronor i den totala verksamheten.

I tabell 10 anges de 50 största företagen i Sverige rangordnade efter omsättning åren 1975, 1985, 1995 och 2005. Under perioden har det skett stora förändringar i listan. Endast 13 företag finns med alla åren. Dessa företag har markerats med fetstil. Det framgår också att det varit en kraftig tillväxt av antalet utländska dotterbolag bland de 50 största företagen. För 1975 och 2005 har dessa i tabellen markerats med en asterisk (*). År 1975 fanns fyra sådana företag: SAS samt de tre största bensinbolagen. År 2005 var 14 av de 50 största företagen utländska dotterbolag. Definitionsmässigt finns för dessa koncernhuvudkontoret i utlandet. Tabellen ger dock inte hela bilden av den strukturomvandling som ägt rum. I tabellen ges storleken på den totala koncernen som har Sverige som hemland. Av olika skäl kan företag som blivit uppköpta falla ur listan.

Listan bygger på den omsättning som finns i det i Sverige stationerade bolaget inklusive försäljning till utländska dotterbolag. Efter ett uppköp avlövas det svenska företaget på internationell verksamhet och blir därmed mindre än tidigare. Därmed kan det också falla ur listan över de 50 största företagen.

Därför kompletterar vi bilden som ges av tabell 10 med tabell 11. Där listas alla de företag som varit med på listan minst ett av åren och som har genomgått någon form av ägarförändring.

Tabell 10 De 50 största företagen i Sverige, rangordnade efter omsättning 1975, 1985, 1995 och 2005.

1975 Företag	1985 Företag	1995 Företag	2005 Företag
1 KF	1 Volvo	1 Volvo	1 Volvo
2 Volvo	2 Asea	2 Electrolux	2 Ericsson
3 ICA AB	3 Electrolux	3 Ericsson	3 Electrolux
4 Axel Johnson	4 Ericsson	4 SCA	4 Vattenfall
5 Statsföretag	5 Saab Scania	5 St. Kopparb.	5 Skandia*
6 Saab Scania	6 KF	6 Skandia	6 Skanska
7 Asea	7 ICA	7 Investor	7 Volvo PV*
8 Ericsson	8 SEB	8 ICA	8 SCA
9 SKF	9 SAS	9 Telia	9 Coop Norden*
10 Electrolux	10 SKF	10 ABB	10 TeliaSonera
11 Skånska Cem.	11 SHB	11 Skanska	11 ICA*
12 Gränges	12 Saba	12 SKF	12 Scania
13 Systembolaget	13 PK-banken	13 Astra	13 Sony Eric. *
14 Saba	14 Nordstjernen	14 SAS	14 Securitas
15 Swedish Match	15 Axel Johnson	15 KF	15 Sandvik
16 Slakteriförb.	16 SJ	16 Sandvik	16 SAS*
17 Beijerinvest	17 Skanska	17 Axel Johnson	17 HM
18 Sv. Mejerierna	18 Sparb:s Bank	18 Avesta Sheff.	18 Nordea
19 SAS*	19 St. Kopparb.	19 Vattenfall	19 Preem*
20 Lantmännen	20 SSAB	20 Atlas Copco	20 Atlas Copco
21 Sandvik	21 SPP	21 Incentive	21 Nordstjernen
22 Alfa Laval	22 SCA	22 Posten	22 Tele2
23 SCA	23 Sandvik	23 MoDo	23 SKF
24 Atlas Copco	24 Procordia	24 Assi Domän	24 Investor
25 St. Kopparb.	25 ICA Hakon	25 Trelleborg	25 AstraZen.*
26 BPA	26 Rauma-Repola	26 SPP	26 If
27 Åhlen & Holm	27 Systembolaget	27 Apoteket	27 Apoteket
28 Vivo-Favör	28 Nobel Ind.	28 Saab	28 SEB
29 Ratos	29 Swedish Match	29 SSAB	29 Autoliv*
30 NK	30 Esselte	30 SJ	30 Lantmännen
31 Balken	31 Svenska BP	31 Preem	31 Swedbank
32 OK	32 Atlas Copco	32 IBM Nordic	32 Axfood
33 Scansped	33 Alfa Laval	33 NCC	33 IBM Nordic*
34 Svenska BP*	34 ICA Eol	34 Ratos	34 SSAB
35 Apoteksbolaget	35 AGA	35 Bilspedition	35 Assa Abloy
36 Boliden	36 Svenska Shell	36 Systembolaget	36 SHB
37 AGA	37 Fläkt	37 Sthlm Stadshus	37 E.ON
38 Fläkt	38 Arla	38 Tetra Laval	38 Saab Auto.*
39 Euroc	39 Lantmännen	39 SEB	39 Peab
40 Uddeholm	40 ABV	40 Celsius	40 Posten
41 Svenska Esso*	41 Vivo-Favör	41 Sparb. Sverige	41 KF
42 Pressbyrån	42 OK	42 Nordbanken	42 Södra Skogs.
43 Incentive	43 Skandia Liv	43 Scancem	43 Trelleborg
44 Svenska Shell*	44 Bilspedition	44 SHB	44 IKEA
45 Södra Skogs.	45 IBM Svenska	45 AGA	45 Statoil*
46 Saléninvest	46 Apoteksbolaget	46 Perstorp	46 Inv.or Trading
47 Broströms	47 MoDo	47 Catena	47 ABB*
48 PLM	48 Svenska Varv	48 Arla	48 GE Sthlm*
49 Bofors	49 Incentive	49 HM	49 Stena Metall
50 Bilspedition	50 BPA	50 Sydkraft	50 Outokumpu*

Anm: i.u. = uppgift saknas. Namnen på företagen har i vissa fall förkortats, ordet AB har i samtliga fall uteslutits. Doterbolag till utländska företag år 1975 och 2005 har markerats med en asterisk (*). De 13 företag som förekommer under samtliga år har markerats med fetstil. I två fall har företaget bytt namn (Skanska, Apoteket) och i ett fall beror namnbytet på att det fusionerat med ett utländskt företag (ABB).
Källa: Sveriges största företag, olika årgångar.

Tabell 11 Gruppering av företag från listan som genomgått ägarförändringar 1975–2005.

Fusionerat med/uppköpt av utländskt bolag	Fusionerat med/uppköpt av svenskt bolag	Nedlagt
AB Bofors	ABV AB	Celsius AB
AB Godstrafik & Bilspedition	Assi Domän	Saléninvest AB
AGA AB	BPA	Statsföretag AB
Astra AB	Broströmkoncernen	Svenska Varv AB
Autoliv Holding AB	Mo och Domsjö AB	Uddeholmskoncernen
Avesta Sheffield AB	PK-banken	
Bilspedition	Saba Företagen AB	
Esselte AB	Sparbanken Sverige	
Fläkt AB	SPP	
GE Stockholm AB	Svenska Mejerierna	
IBM Nordic	Svenska Slakteriförbundet	
ICA Eol AB	Sydskraft AB	
ICA Hakon AB	Åhlen & Holm AB	
If Skadeförsäkring Holding AB		
Nobel Industrier		
Outokumpu Stainless AB		
Perstorp AB		
PLM AB Plåtmanufaktur		
Pressbyråföretagen AB		
Rauma-Repola Svenska AB		
Scancem AB		
Scansped AB		
Skandia Liv		
Stora Kopparbergs Bergslags AB		
Svenska Esso AB		
Svenska Statoil AB		
Volvo Personvagnar AB		

Källa: Sveriges största företag, olika årgångar.

Dessa företag delas i i tre kategorier, (1) företag som fusionerats med eller köpts upp av utländskt bolag, (2) företag som har köpts upp av annat svenskt bolag och (3) nedlagda företag.

Som framgår av tabellen finns den övervägande delen av ägarförändringen i den första gruppen. Här finns sammantaget 27 företag av totalt 45. Definitionsmässigt innebär utlandsägandet, i alla de 27 fallen, att koncernhuvudkontoret flyttat till utlandet. En direkt

effekt av globaliseringen på det svenska ägandet är sålunda att en betydande del av Sveriges största företag blivit utländska dotterbolag.

De internationella företagsköpen drivs dels av en portföljanpassningsprocess, dels av omstruktureringar genom företagsköp och samgåenden. På båda dessa områden bidrar storföretagsberoendet till att Sverige blir mer involverat i internationaliseringsprocessen än andra länder. Ser vi köpen ur ett portföljperspektiv, kan man räkna med att en utländsk placerare i första hand väljer stora företag, därför att det är där informationen och genomlysningen är bäst.³⁹ Går vi sedan till omstruktureringsperspektivet kan vi konstatera att de stora företagen är i hög grad internationaliserade med verksamheter i en rad olika länder. Därmed är de alla involverade i de stora omstruktureringar av det internationella företagandet som globaliseringen för med sig. Detta bidrar starkt till ett ökat utländskt ägande i det svenska näringslivet.

Det ökande utländska ägandet kan i en inte obetydlig utsträckning föras tillbaka till en allmän globaliseringstrend. Det utländska ägandet ökar i alla industriländer. Sverige är dock speciellt såtillvida att ökningen gått snabbare här än i andra länder. Detta beror både på storföretagsberoendet och på den gamla ägarmodellen med dess finansiellt svaga huvudägare. De stora företagen har dominerat den svenska ekonomin och de har varit en viktig del av den korporativistiska svenska modellen. När de nu i snabb takt hamnar i utländsk ägo, ofta med huvudkontoret utanför Sverige, så ändras inte bara det ekonomiska landskapet i Sverige på ett fundamentalt sätt utan också det politiska.

8 Private equity-bolagens intåg och ökade betydelse

8.1 Vad är private equity?

Den som investerar i ett företags aktier garanteras inte någon bestämd avkastning på sin investering och tar dessutom en större risk än den som investerar i låneinstrument. För att investerare ska vara beredda att ta en högre risk kräver de kompensation i form av en

³⁹ Att så är fallet bekräftas av Dahlquist och Robertssons (2001) studie avseende perioden 1993–97.

högre *förväntad* avkastning på aktier än på lån. Investeringar i ett företags egna kapital brukar benämnas riskkapital.⁴⁰

Riskkapital innefattar sålunda både investeringar i börsnoterade och i onoterade företag. Gemensamt för investerare i olika slag av riskkapital, till skillnad från långgivare, är att de gör anspråk på ett företags residuala kontrakt, dvs. rätten till avkastning, rätten att bestämma och rätten att sälja sitt innehav till en utomstående tredje part.

I Sverige har riskkapital allt mer kommit att förknippas med investeringar i onoterade bolag. Riskkapitalbolag har olika strategier för sina investeringar även om det förekommer att ett bolag är verksamt inom olika segment av riskkapitalmarknaden. Uppdelningen mellan dessa segment är flytande. Oftast talar man om tre faser: tidiga, expansion och omstrukturering av mogna bolag. Den del av riskkapitalmarknaden som innefattar de tidigare skedena i ett företags livscykel går ofta under benämningen venture capital (VC) och änglakapital. Det rör sig då om investeringar i nystartade eller relativt unga företag med hög tillväxtpotential, men där kapital och erfarenhet saknas för att omsätta grundarens affärsidé i praktiken. Genom ett aktivt ägarengagemang i företagets styrelse försöker VC-bolagen och affärsänglarna medverka i uppbyggnaden av dessa företag för att i framtiden göra dem lönsamma (Landström 2003). Investeringar som ger ägarmajoritet i mogna bolag med stabila kassaflöden kallas för utköpstransaktioner. Som namnet anger handlar det här om att köpa hela företaget eller åtminstone en majoritet i syfte att överta kontrollen i bolaget för att sedan sälja företaget vidare efter ett par år. Något förvirrande kallas de riskkapitalbolag som sysslar med denna typ av affärer även för private equity-bolag, trots att de ofta investerar i börsnoterade bolag (som sedan avnoteras).

8.2 Private equitys utveckling och omfattning i Sverige

Under de senaste åren har den svenska private equity- (PE) marknaden vuxit kraftigt i omfattning och de större svenska riskkapitalbolagen, fokuserade på utköp av större och mogna företag, förvaltare år 2007 ett kapital på ca 230 miljarder kronor (SVCA 2007,

⁴⁰ Det finns även finansieringsformer där skiljelinjen mellan lån och eget kapital inte är lika tydlig. Ett företag kan exempelvis välja att finansiera sig med konvertibla skuldebrev där långgivaren ges möjligheten, om denne så önskar, att omvandla lånen till eget kapital och på så vis bli delägare i företaget. Eftersom möjligheten att bli delägare finns brukar även denna finansieringsform hänföras till riskkapital.

sid. 71). Genom en belåning på två till tre gånger det egna kapitalet kan utköpsbolagen öka sin kapacitet till att omfatta möjliga affärer motsvarande 20–25 procent av värdet på Stockholmsbörsen. De tio största PE-bolagen i Sverige har en marknadsandel på ca 90 procent (SVCA 2007). En övervägande del av detta kapital förvaltas i sin tur av något av de tre största svenska utköpsbolagen: EQT, Industri Kapital och Nordic Capital, se *tabell 12*. Om lånefinansieringen är 70 procent, vilket är en typisk nivå, så betyder ett förvalt kapital på 204 miljarder ett totalt investeringsutrymme på $204/0,3 = 680$ miljarder. Enligt Cervenka och Gripenberg (2007) kontrollerade de fyra stora PE-bolagen våren 2007 företag med över 600 000 anställda.

Tabell 12 Förvaltad kapital i private equity-bolag med huvudsakligen nordiska investeringar år 2006 (miljarder kr).

Bolag	Förvaltad kapital
EQT	85
Industri Kapital	37
Nordic Capital	32
Altor	16
Ratos*	12
Capman	8,8
Accent	5,0
Segulah	3,5
Procuritas	3,1
Litorina	2,0
Summa	204,4

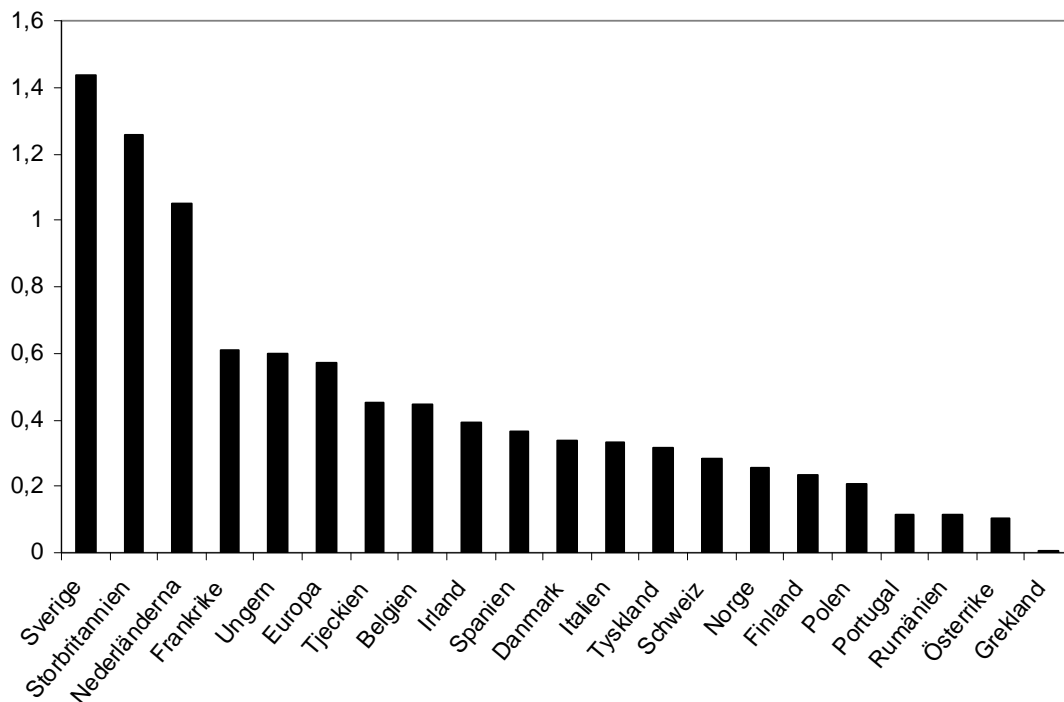
*Avser eget kapital.

Källa: Swedish Venture Capital Association, SVCA.

Risikkapitalinvesteringar (PE + venture capital där huvuddelen är PE) har under de senaste åren ökat dramatiskt i förhållande till BNP. År 2006 motsvarade investeringar i risikkapital i Sverige nästan 1,5 procent av BNP. Enligt tillgänglig statistik, redovisad i *figur 10*, innebar detta en topplacering i Europa. Motsvarande siffra år 1999 var 0,38 procent.⁴¹

⁴¹ <http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&PageId=26737> (20 augusti 2007).

Figur 10 Investerat riskkapital i europeiska länder som andel av BNP 2006 (procent).



Anm.: Avser eget kapital, exklusive lån.

Källa: Thomson Financial och PricewaterhouseCoopers (2007); tillgänglig online: www.evca.com.

PE-bolagen investerar främst i mogna företag och branscher och det är med få undantag fråga om att skaffa sig total kontroll av det aktuella målföretaget. Infrastrukturen för PE-bolagens verksamhet i Sverige och övriga Europa är till stor del kopierad från den amerikanska marknaden där PE-bolag redan på 1970-talet började genomföra utköp av företag via så kallade *limited partnerships*, vilka har kommit att bli den dominerande associationsformen även för svenska PE-fonder. Dessa partnerskap är en form av kommanditbolag där investerarna är kommanditdelägare (*limited partners*, LP) med ett begränsat ansvar, medan PE-bolaget är komplementär (*general partner*, GP) med ett obegränsat ansvar. PE-bolaget ansvarar för driften av fonden men bidrar i regel med en mycket liten andel av det totala kapitalet (1–3 procent). I och med att en fond etableras som ett kommanditbolag blir det tydligt att det är GP som bär hela ansvaret för fonden. Investerarna har enligt avtalet i princip ingen möjlighet att påverka fondens investeringar. Utdelningen står dock i direkt proportion till det satsade kapitalet.

Med andra ord innebär PE att de som står för 97–99 procent av finansieringen helt avsäger sig alla kontrollrättigheter och delegerar dessa till förvaltarna i PE-bolaget. Investeringar i PE innebär därför en betydligt större kil mellan utdelningsrättigheter och kontrollrättigheter än vad som är fallet på aktiemarknaden även i de bolag som har aktier med differentierad rösträtt. Till detta kommer att GP för att utöva kontrollfunktionen gör anspråk på en betydande del – i regel 20 procent – av avkastningen över en viss nivå (den riskjusterade räntan). LP betalar också en årlig förvaltningsavgift på ett par procent av det investerade kapitalet.

Livslängden för en fond som etablerats inom ramen för ett *limited partnership* är i praktiken begränsad, men sträcker vanligtvis sig över många år. En livslängd på 6–8 år är vanlig men det kan handla om upp till 10 år. Även efter att de sista portföljbolagen sålts och fonden i praktiken är avvecklad kan PE-bolaget ha kvar intressen i företaget i form av optioner och aktier som inte kan avyttras förrän flera år efter försäljningen av företaget. *Limited partnership* är den vanligaste associationsformen men det förekommer även börsnoterade PE-fonder. Av de svenska PE-bolagen är Ratos det enda som är börsnoterat.

PE-bolag gör i princip förvärv på något av följande sätt: (i) köp av börsnoterade bolag som sedan avnoteras; (ii) köp av delar av större företag (divisioner och dotterbolag), (iii) köp av onoterade företag.

En annan typ av aktör med ett liknande eller något kortare tidsperspektiv i sina investeringar är s.k. aktivistfonder, vilka har som strategi att investera i minoritetsposter i noterade bolag och i kraft av dessa försöka genomdriva värdeskapande förändringar i bolagen. Den mest välkända aktivistfonden i Sverige är Cevian Capital, med ett förvaltad kapital på cirka 20 miljarder kronor i slutet av 2007.

När PE-bolaget tagit kontrollen över målbolaget vidtas åtgärder för att öka kassaflöden och lönsamhet. En första åtgärd är i normalfallet att öka belåningen i det kontrollerade bolaget. Med en ökad belåning ökar pressen på ledningen att vidta åtgärder som stärker kassaflödet samtidigt som hävstången och den potentiella avkastningen på eget kapital ökar. Likaså kräver PE-bolaget att ledningen i det uppköpta bolaget har stora ägarintressen i detsamma.⁴² Vanliga åtgärder är att minska utgifterna genom

⁴² Kaplan och Strömberg (2008) finner i en undersökning av 45 amerikanska företagsutköp under 1996–2004 att medianen för vd:s respektive företagsledningens ägarandel var 5,8 respektive 16 procent.

kostnadsbesparingsprogram och att förbättra produktiviteten och resursutnyttjandet genom införande av bättre kontrollsystem, logistik etc. Men det finns också många studier som visar att produktutvecklingen ökar efter att en verksamhet tagits över av ett PE-bolag.⁴³ PE-bolagen avvecklar sina engagemang antingen genom att notera företaget på börsen eller genom att sälja det vidare till ett annat utköpsbolag eller till en industriell köpare.

Ägarstyrning i stora företag av det slag som utövas av PE-bolagen är ett förhållandevis nytt fenomen. Det hade försumbar omfattning före 1990 och tog fart ordentligt i samband med att Investor grundade EQT 1995. Industri Kapitals utköp av Alfa Laval från Tetra Laval år 2000 innebar början på riktigt stora utköpsaffärer. Ett annat spektakulärt exempel är EQTs och Investors utköp av Gambro från börsen 2006. Köpesumman på 38 miljarder gör det till Sveriges hittills största utköpsaffär.

Ett antal förändringar i AP-fondernas placeringsreglemente har också bidragit till PEs snabba expansion. 1996 bildades Sjätte AP-fonden som fick i uppdrag att placera 100 procent av kapitalet i onoterade värdepapper inom Norden, både inom PE och VC. Fem år senare fick Första till Fjärde AP-fonderna tillåtelse att göra samma typ av investeringar motsvarande fem procent av kapitalet. Kapitalet får inte placeras direkt i enskilda onoterade bolag, vilket gjort att AP-fonderna istället placerat en stor del av detta kapital i utköpsbolagens fonder. Sjunde AP-fonden placerar en del av kapitalet i så kallade fond-i-fonder, dvs. fonder som i sin tur placerar i PE-fonder. AP-fonderna hade tillsammans ett utfäst kapital till PE-fonder på 28,5 miljarder kronor vid utgången av 2006.⁴⁴ Enligt SVCA kom 83 procent av det anskaffade kapitalet till svenska PE-fonder från institutionella aktörer (SVCA 2007).

En fundamental skillnad mellan den ägarstyrning som utövas av ett PE-bolag och dominerande ägare i ett börsnoterat bolag eller ett onoterat bolag är att i det senare fallet så utövas kontroll och ägarstyrning ”tillsvidare”, medan ett PE-bolags ägande uttalat är avsett att vara tidsbegränsat. Ett antal värdehöjande åtgärder ska vidtas och sedan ska

⁴³ Uppgifterna i detta och följande stycken bygger på Wright (2007) och Berg och Gottschalg och (2005). För en ny översikt av PE-marknadens uppbyggnad, omfattning och funktion hänvisas till Kaplan och Strömberg (2008).

⁴⁴ Egen sammanställning av årsredovisningar. Inkluderar samtliga åtaganden i utköpsfonder, aktivistfonder, fond-i-fonder samt så kallade mezzanine-fonder.

ägandet gå vidare till andra aktörer. Detta kan ibland vara ett annat PE-bolag, men i regel är det fråga om att återigen ge företaget en ägare som har ett tillsvidareperspektiv.

För en ekonom som är skolad i den grundläggande mikroekonomiska modellen kan det förefalla märkligt att PE-bolagen ska kunna vidta värdehöjande åtgärder i ett utköpt bolag som de tidigare ägarna själva borde ha klarat av att genomföra. De tidigare ägarna kan rimligen bolaget bättre och borde i normalfallet ha incitament att själva genomföra de värdehöjande förändringarna. Det finns dock ett flertal faktorer som gör att PE-bolagen kan agera mer kraftfullt och värdeskapande:

1. Som svar på redovisningsskandalerna i bland annat Enron och Worldcom i början på 2000-talet infördes Sarbanes Oxley-lagstiftningen (SOX) i USA. SOX innebar högre krav på ägarstyrning och kontrolldokumentation i de börsnoterade bolagen. Detta blev särskilt kostsamt för mindre bolag (Holmström och Kaplan 2003). I Sverige infördes den så kallade Bolagskoden som ökat kostnaderna för att vara börsnoterad (Hellblom 2006). PE-bolagen drabbas inte av dessa pålagor.
2. Ett bolag som inte är börsnoterat utsätts för betydligt mindre medial granskning. Å ena sidan har ägarna till ett börsnoterat bolag i teorin ett längre tidsperspektiv på sitt ägande än ett PE-bolag. Å andra sidan är ett börsbolag utsatt för en omfattande granskning av media och analytiker med stort fokus på kvartalsrapporter och kortsiktiga prognoser. Detta förhållande kan paradoxalt nog leda till att det blir lättare för företagsledningen att agera långsiktigt med ett PE-bolag som ägare än om bolaget är börsnoterat med en röstmässigt stark huvudägare. Det finns också indikationer på att det är lättare att komma överens med fackföreningar och andra viktiga intressenter om känsliga åtgärder när företaget inte är noterat och därmed mindre utsatt för löpande granskning.
3. PE-bolagen har helt andra möjligheter att använda sig av kraftfulla belöningsinstrument (*high-powered incentives*) till företagsledningen i det uppköpta bolaget. Ledningen kan därmed fås att agera som om den investerade sina egna privata pengar i företaget. Därmed harmonieras ledningens intressen mer med ägarnas. I praktiken innebär detta att om bolagets ledning kan nå de

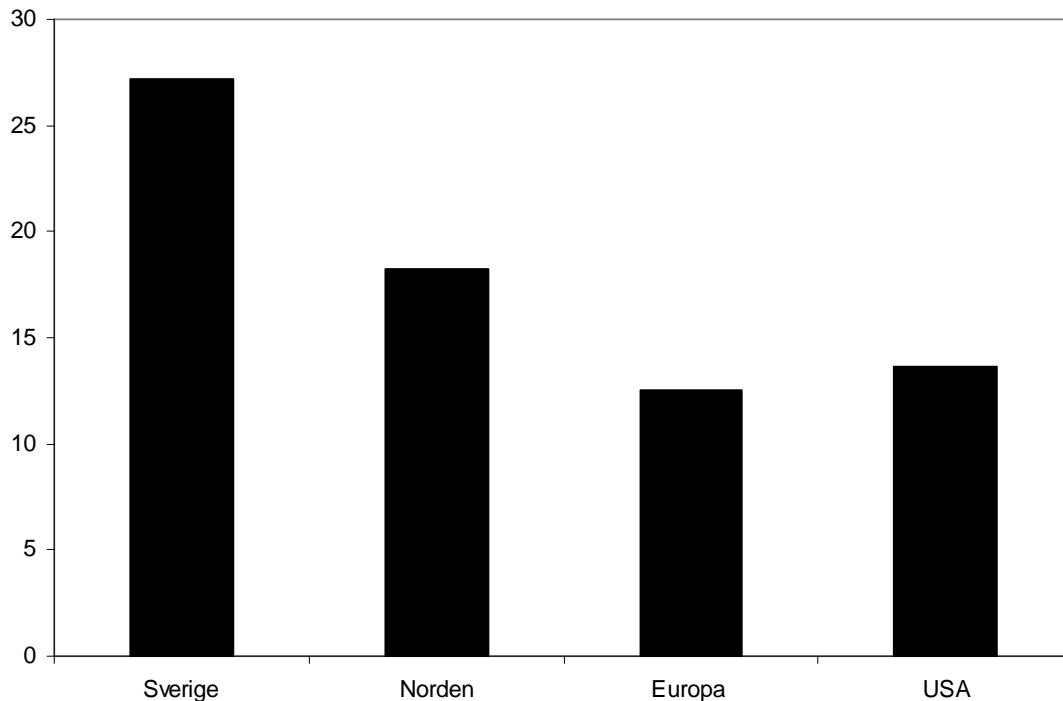
- uppsatta målen inom 5–10 år så erhåller de en mycket hög ersättning för detta; i vissa fall till och med så hög att det räcker för att bli ekonomiskt oberoende.
4. Institutionella ägare har press på sig att, när de äger börsnoterade aktier, delta i ägarstyrningen på olika sätt; om än inte så ofta i styrelser så genom medverkan i nomineringskommittéer osv. Någon sådan förväntan finns inte alls när de investerar i PE-fonder, tvärtom – investerarna (LP) ger per definition upp alla krav på inflytande. PE-bolagen erbjuder därför en lösning på det ”herrelösa kapitalets” dilemma som alla accepterar.

En stark indirekt indikation på att PE-bolagen kan agera kraftfullare, mer långsiktigt och därmed värdeskapande är den stora skillnaden i värdering av investmentbolag och PE-fonder. Investmentbolagen handlas i regel med en rabatt på 20–30 procent, medan rabatt helt saknas i PE-fonderna, trots att investerarna i det senare fallet tvingas avstå all kontrollmakt och 20 procent av avkastningen plus en förvaltningsavgift på ett par procentenheter till förvaltarna i PE-bolagen.

PE-bolagens verksamhet är ett viktigt exempel på en utveckling där de med kompetensen att utöva ägarrollen i allt större utsträckning ”anställer” kapitalet. En stor del av ägarkollektivet avsäger sig rätten till en del av det residuala kontraktet och överlämnar makten till PE-bolagens ledning som ersättning för deras ägarstyrningsinsats.

En viktig fråga är då om PE-bolagen skapar ett mervärde utöver vad som skulle skapats om målbolaget förblivit börsnoterat, fortsatt att vara en del av ett större företag eller förblivit onoterat utan ägarbyte. Kaplan och Strömbergs (2008) genomgång av den internationella forskningen, som har tonvikt på amerikanska förhållanden, ger inget entydigt svar. Däremot är det helt klart att de svenska PE-bolagen haft en mycket hög avkastning på sina investeringar, vilket framgår av *figur 11*. Under perioden 1995–2005 hade svenska utköpsfonder i genomsnitt en avkastning på 27,2 procent (se även Lundell 2007). Motsvarande avkastning för hela Norden var 18,2 procent och för Europa 12,5 procent. Amerikanska fonder hade en genomsnittlig avkastning på 13,6 procent. Den höga svenska avkastningen kan vara en avspeglning av att den svenska kontrollmodellen givit upphov till effektivitetsproblem, som när de åtgärdas av den nya PE-ägaren avspeglar sig i en hög avkastning.

Figur 11 PE-bolagens årliga avkastning 1995–2005 på investerat kapital (procent).



Anm.: Avkastningen mätt som den genomsnittliga internräntan för alla sammanslagna PE-fonder som rapporterar in till databasen, s.k. *pooled returns*.

Källa: Thomson Financial.

Behovet av omstruktureringar av större industriföretag i kombination med gynnsamma skatteregler som gjorde det möjligt att kvitta vinstskatten i målbolaget mot de räntekostnader som uppstod i holdingbolaget gav goda förutsättningar för PE-bolagen att växa (Wright m.fl. 1992). På senare år har konkurrensen hårdnat, vilket avspeglar sig i de allt högre priserna sett i relation till de uppköpta företagens intjäningsförmåga (Riksbanken 2005). Detta tvingar utköpsbolagen till att i större utsträckning än tidigare skapa värden i sina portföljbolag genom aktivt ägande som syftar till förbättrade resultat.

I Sverige har Wallenberg-sfären genom Investor blivit en stor investerare i PE. Investor är nära sammankopplat med Sveriges största PE-bolag EQT och är genom sina innehav i EQTs fonder en maktfaktor på PE-marknaden. EQTs beroende av Investor har minskat under senare år. Investors ägande och investeringar i EQT är dock fortfarande

betydande.⁴⁵ Cirka 20 procent av EQTs anskaffade kapital (21,8 av 109,6 mdr kr enligt Investors årsredovisning 2007) kommer från investmentbolaget. Denna andel kan förväntas minska i framtiden eftersom EQTs fonder växer mycket snabbare än Investor (Wahlin 2007). Den främsta orsaken till detta är substansrabatten (se figur 7) som gör det omöjligt för investmentbolagen att genom nyemissioner öka sina resurser i takt med tillväxten på PE-marknaden. Genom att agera via EQT har Investor och Wallenberg-sfären, om inte undkommit, så åtminstone mildrat detta problem. Då nyemission inte är möjligt kan Investor via EQT ”emittera” stora summor genom att externa investerare bidrar med en stor andel av kapitalet i EQTs fonder som Investor via EQT har stort inflytande över. Investmentbolaget kan på så sätt behålla en stor del av sitt inflytande över svenskt näringsliv. Dessutom kan Investor agera tillsammans med EQT, vilket man exempelvis gjorde vid utköpet av Gambro från börsen.

8.3 Kritiken mot private equity

Trots att ingen förnekar att avkastningen på PE-verksamhet varit hög och att PE-bolagen spelat en dynamisk roll i omstruktureringen av enskilda företag, branscher och hela länders näringsliv så saknas inte kritik.

Tunga företrädare för både fackliga organisationer och näringsliv har hävdats att vinsterna huvudsakligen kommer från stora skatteavdrag samt nedskärningar av personalstyrkan (Kaplan 2002). Andra har menat att PE-bolagen enbart tjänar pengar på att köpa ut bolag från börsen då värderingen är låg för att sedan notera dem igen då börsklimatet är mer gynnsamt (arbitrage). Kritik har också framförts mot att PE-bolagen kan påverka ledningen i det potentiella portföljbolaget att jobba för att en affär ska genomföras genom att erbjuda ledningen möjlighet att själva investera i fonden. Ledningen riskerar då att hamna i en intressekonflikt, eftersom det i det fallet blir lönsamt för ledningen att verka för en försäljning till så lågt pris som möjligt.

⁴⁵ Investors investeringar i fonderna ska inte blandas ihop med ägandet i EQT Partners AB. EQT Partners är det svenska rådgivningsbolag där själva arbetet i EQT utförs. Investor är fortfarande delägare i EQT Partners AB. Detta ägande bidrar dock endast i begränsad utsträckning till Investors intäkter. Den största delen av intäkterna erhålls direkt genom avkastning på investeringar i EQTs fonder. Investor uppger att de därutöver fått mellan 25–40 procent av vinstdelningen, dvs. ca 20 procent av den vinst som överstiger investerarnas avkastningskrav. Investors ägarandel i EQT Partners AB minskade dock från 67 till 31 procent i början av 2007, vilket rimligen gör att Investors andel av vinstdelningen också blir mindre.

Vidare är det på grund av brist på offentlig information svårt att uppskatta i hur hög grad avkastningen i PE-placeringar beror på högre skuldsättning (Phallipou 2007). En annan svårighet med att uppskatta risken i PE är att det inte finns några marknadsvärden att tillgå mellan tidpunkten för förvärvet och avyttringen. PE-bolagen rapporterar visserligen värdeförändringar löpande till sina investerare, men så länge tillgångarna inte är avyttrade bygger detta på antaganden som kan manipuleras av PE-bolagen.

Slutligen har PE-bolagen ofta möjlighet att genom registrering av fonderna i skatteparadis få en lägre effektiv skatt än andra aktörer. I USA och Storbritannien har man börjat ifrågasätta rimligheten i att PE-bolagens intäkter beskattas som kapitalvinster. För ägarna till PE-bolagen gör placeringen av fonderna i skatteparadis det möjligt att i stort sett undvika att betala skatt på de vinster de gör i egenskap av ägare till bolagen. Detta får dock snedvridande skatteeffekter på olika former av ägande. Eftersom en ensam entreprenör och företagsägare inte har samma möjlighet till denna form av avancerad skatteplanering vars upplägg kräver juridisk expertis (Henrekson och Sanandaji 2004, sid. 74). Därför kan det vara möjligt även för mindre kompetenta PE-bolag att slå ut inhemska entreprenörer eftersom deras lägre avkastningskrav innebär att de kan betala mer för ett företag.⁴⁶

Hur tungt vägande är då denna kritik? Det går inte att förneka att skatteplanering är en viktig del av utköpsbolagens affärsidé, men det går heller inte att förneka att utköpsbolagen också skapar värden i de företag de köper och på så sätt spelar en viktig roll för näringslivets dynamik. Det går heller inte att visa att lönsamheten främst ökar på grund av att antalet sysselsatta minskas (Davis m.fl. 2008) och PE-bolagen är under vissa kritiska skeden i ett företags livscykel de mest effektiva ägarna.

8.4 Slutsatser om private equity

Vi har i detta avsnitt kunnat konstatera att private equity-bolagen sedan mitten av 1990-talet vuxit fram som en av de viktigaste utövarna av ägar- och kontrollmakt i det svenska näringslivet. Enbart de fyra största aktörerna kontrollerade 2007 företag med över 600 000 anställda och med tanke på att PE-bolagen kliver in som ägare i skeden där

⁴⁶ Se vidare Norbäck, Persson och Vlachos (2006).

företag står inför stora omstruktureringsbehov är PE-bolagen än viktigare än vad som kan utläsas av deras relativa andel av det totala ägandet vid en viss tidpunkt.

Något paradoxalt har PE-bolagen ökat sitt inflytande parallellt med kraven på minskade skillnader mellan enskilda ägares kontrollrättigheter och andel av egenkapitalfinansieringen. I PE är skillnaden extrem i detta avseende eftersom de som satsar 1–3 procent av kapitalet har 100 procent av ”rösträtten”.

Ett viktigt skäl till PEs expansion är att det är osannolikt att en viss kontrollmodell är optimal för ett storföretag under hela dess livscykel. Som betonas av Gilson (2006) kan det vara optimalt att ett företag alternerar mellan att vara börsnoterat (med eller utan en stark kontrollägare) och att vara privatägt (en enskild ägare, ägt av ledningen eller av ett private equity-bolag). Vilket ägande som är bäst vid varje tidpunkt beror på vilka utmaningar företaget står inför och vilken ägarmodell som är mest skickad att hantera dessa.

Det mesta tyder på att PE-bolagen kommer att fortsätta öka i betydelse i det medellånga perspektivet. Familjen Wallenberg har via EQT blivit en framträdande aktör på detta område. Med ett ökat inslag av PE-ägande följer också ett annat tidsperspektiv på ägandet. Sannolikt kommer det att bli allt ovanligare med stora börsnoterade bolag som årtionde efter årtionde har en stabil svensk huvudägare som leder företaget tillsvidare. Viktiga indikatorer på detta är utköpet av Gambro från börsen 2006 och försäljningen av Scania till Volkswagen vintern 2008. I det senare fallet innebar det en avveckling av ett huvudägarande som sträckte sig tillbaka till första världskriget.

Ett problem med PE är att de visserligen kan arbeta med kraftfulla belöningsinstrument till företagsledningar i målbolagen, fondförvaltare, styrelseledamöter och andra nyckelpersoner, men detta bygger på upplägg som tänjer på skattereglerna och den avkastning som faller ut blir inte juridiskt domicilierad i Sverige. Detta faktum har redan varit uppe till intensiv debatt inte bara i Sverige utan även i Storbritannien och USA under senare tid, vilket skapar tvivel om huruvida de upplägg som nu används kommer att överleva politiskt på längre sikt.⁴⁷

⁴⁷ Se t.ex. Aronsson (2007).

9 Den framtida ägarmodellen: hinder och utmaningar

Vi har visat att den svenska ägarmodellen efter en lång tid av dominans nu tappat mark som modell för bolagsstyrning i Sverige. I inledningen till denna studie konstaterade vi att den svenska ägarmodellen är instabil både politiskt och ekonomiskt. Det största politiska hotet mot modellen har varit planerna på att införa löntagarfonder. Under senare tid har det politiska hotet uppträtt i form av EU-kommissionens strävanden att begränsa möjligheterna att kontrollera företag genom rösträttsdifferentiering. Dessa planer har dock skrinlagts.

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 den svenska 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.⁴⁸ I den amerikanska finansiella litteraturen, som är dominerande på området, betraktas den amerikanska ordningen med spritt ägande och tjänstemannastyrning i företagen som den naturliga normen, medan familjeägarbaserat på rösträttsdifferentiering betraktas som en avvikelse behäftad med många nackdelar. Som något av en nyupptäckt konstaterar dock Morck m.fl. (2005) i sin inflytelserika översiktsartikel, att i ett internationellt perspektiv är det den amerikanska (och brittiska) modellen som är undantaget. Den förhärskande modellen för företagsägarvärlden över är familjeägarbaserad. 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-

⁴⁸ Givet den europeiska debatten är det lite pikant att notera att antalet börsnoterade företag i USA med differentierad rösträtt mer än fördubblades från 100 till 215 under perioden 1994 till 2001 (James 2008). Yahoo och Google är två spektakulära börsnoteringar på senare år där det av många bedömdes att en differentierad rösträtt, som gjorde att grundarna kunde behålla den operativa kontrollen, var en fördel för värderingen.

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 gäller också Sverige. Söderström (2003) drar också i sin genomgång av *corporate governance*-litteraturen slutsatsen att det, trots stora variationer i de nationella systemen, inte går 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 där de olika delarna är komplement till varandra.⁴⁹ Det är då viktigt att inte lägga sådana restriktioner på de nationella systemen att en organisk anpassning av den rådande ägarmodellen till nya betingelser försvåras.

Det är denna gång inte politiska förändringar utan globaliseringen och utvecklingen på de finansiella marknaderna som tvingar fram en reträtt för den svenska ägarmodellen.

En grundläggande svaghet med modellen är, som den tidigare analysen visat, att kapitalbasen för den kontroll som utövas i modellen är för liten. Under en tid möjliggjordes ett bibehållande och till och med ökat kontrolläggande genom att gapet mellan utdelningsrätter och rösträtter vidgades, dvs. kapitalbasen för kontrollen blev allt svagare. Holmén och Högfeldt (2005a) visar sålunda att kvoten kontrollrätter/utdelningsrätter i Handelsbanken- och Wallenberg-sfären sammantaget gick från 15 år 1986 till 23,4 år 2000. År 1997 nådde enligt samma källa andelen av börsen som kontrollerades av dessa sfärer en topp på 63,4 procent. Därefter har, som vi visade i kapitel 6, särskilt andelen för Wallenberg-sfärens kontroll fallit mycket kraftigt.

Holmén och Högfeldt (2005a) visar också hur de skatteregler som möjliggör investmentbolagens användning som maktinstrument vid ask-i-ask-ägande också bidrar till att driva fram den rabatt på investmentbolagens aktier som medför att de inte kan

⁴⁹ Se Goergen (2007) för en utförligare diskussion av detta förhållande.

expandera sin kapitalbas genom nyemissioner. För att undvika skatt måste investmentbolagen vidarebefordra erhållna utdelningar till de slutliga ägarna, vilka om de är i en familjestiftelse i sin tur måste skänka bort 80 procent av dessa utdelningar till välgörande ändamål. Detta ger investmentbolagen incitament att hålla nere utdelningarna i de bolag de kontrollerar,⁵⁰ vilket gör att dessa blir överkapitaliserade och tenderar att på marginalen genomför investeringar som inte är lönsamma. Enligt Bjuggren m.fl.:s (2007) beräkningar leder detta på marginalen till betydande värdeförstöring.⁵¹ Rabatten härrör således inte från att kontrollägarna otillbörligt överför bolagens resurser till sig själva (eng. *tunneling*) utan från att framförallt skattereglerna och reglerna för stiftelser som ägare ger incitament till värdesänkande överinvesteringar.

Det fall för den svenska ägarmodellen som kan avläsas i en minskad kontrollandel på börsen innebär med största sannolikhet en underskattning av modellens tillbakagång. Som vi tidigare har konstaterat, innebär två av de ägarmodeller som gått fram mest under de senaste åren att det ägda bolaget förts bort från börsen. Detta gäller utländskt ägande där den svenska delen i företaget blivit ett helägt dotterbolag och det gäller private equity, där affärsidén vanligen är att köpa ut bolaget från börsen eller överta en enskild del av ett börsnoterat företag, vilket också minskar den börsnoterade andelen av näringslivet. Till affärsidén hör visserligen också att det utköpta företaget kan återintroduceras på börsen, i en eller annan skepnad, vid ett senare tillfälle. För närvarande torde dock huvuddelen av de bolag som köpts ut från den svenska börsen fortfarande vänta på sin återintroduktion och det är vanligare att PE-ägda företag säljs vidare till en industriell köpare eller övertas av ett annat PE-bolag.

Hindren för investmentbolagen att nyemittera, gör på lång sikt att de får en allt mindre kapitalbas gentemot det växande institutionella kapitalet. Detta försvagar också den traditionella ägarmodellen i de kvarvarande noterade bolagen. En stor del av de institutionella ägarna på Stockholmsbörsen är också utländska. Hos dessa finns ofta en motvilja mot ägarmakt som bygger på rösträttsdifferentiering. Denna motvilja har också

⁵⁰ Dahlqvist, Robertsson och Rydqvist (2007) visar att aktieägare är känsliga för skillnader i beskattning av reavinst och utdelningar. De finner att ägare för vilka det är egalt om avkastningen är i form av utdelning eller reavinst har i snitt 0,4%-enheter högre utdelning på sina aktieinnehav.

⁵¹ Bjuggren, Eklund och Wiberg (2007) studerar 95 svenska börsbolag 1998–2002. De beräknar marginella Tobins q , dvs. hur mycket den sist investerade kronan höjer företagets värde. De finner ett mycket starka negativa samband mellan röstvärdesdifferentiering och marginellt q : i företag med röstvärdesdifferentiering ligger marginella q på ca 0,6, medan det ligger över ett i företag utan differentiering.

vuxit sig starkare hos svenska och internationella institutioner, vilket gjort att företag med differentierad rösträtt fått en lägre värdering. Det är inte förekomsten av en kontrollägare i sig som sänkt värderingen utan utövandet av kontroll via differentierad rösträtt och ask-i-ask-ägande. Under det senaste decenniet har det skett en anpassning till dessa omständigheter genom att en allt mindre andel av företagen på Stockholmsbörsen använder sig av rösträttsdifferentiering (se tabell 8) och bland de nytillkomna företagen på senare år är det inte mer än ca en femtedel som har aktieslag med olika rösträtt.

Denna anpassning har gynnat PEs expansion. Många företag var kontrollerade av familjer via aktier med differentierad rösträtt (ibland i kombination med ask-i-ask-ägande) och i de fall dessa företags ägare varit mindre dynamiska så finns det en stor potential för PE att skapa värden. Det icke-pekuniära privatvärdet av kontroll förefaller också ha minskat jämfört med tidigare vilket ökat benägenheten att sälja hos kontrollägarna och PE har skatte- och redovisnings fördelar jämfört med andra ägare, särskilt gäller detta möjligheterna att använda kraftfulla belöningsinstrument till ledningen i det uppköpta bolaget och till partners i PE-bolaget. Alternativet att sälja företaget vidare till en annan privatperson står ofta inte till buds på grund av att den under lång tid förda skatte- och förmögenhetspolitiken gjort att det finns få privatförmögna industrialister som kan ta över kontrollägandet.

Sedan löntagarfonderna fasades ut har däremot den socialistiska framtidsvisionen knappast spelat någon roll i den svenska politiska debatten. Icke desto mindre har det offentliga ägandet under lång tid vuxit i betydelse på Stockholmsbörsen. Vid utgången av 2007 var staten fortfarande kapitalmässigt den störste ägaren på Stockholmsbörsen. Andelen för statens ägande var då 4,4 procent, men försäljningen av OMX och en sannolik försäljning av hela eller delar av innehavet i TeliaSonera och Nordea gör att statens andel är snabbt minskande.⁵² Utöver detta bör noteras att staten har ett stort inflytande i form av helägda bolag. Här har Vin&Sprit och Vasakronan nyligen avyttrats och SBAB står på tur. Det viktigaste och värdemässigt i särklass största av statens bolag, Vattenfall, kommer dock knappast att avyttrats.

⁵² Fristedt och Sundqvist (2008).

Den andra delen av det stora offentliga ägandet är de fonder som har en politisk eller korporatistisk anknytning.⁵³ I *tabell 13* anges samtliga tillgångar i statliga och korporatistiska pensionsfonder vid årsskiftet 2006/2007.

Det är tydligt att fondernas tillgångar är mycket stora jämfört med den totala aktiemarknaden: deras sammanlagda tillgångar är cirka 40 procent av det totala börsvärdet på Stockholmsbörsen.

Tabell 13 De statliga och korporatistiska fondernas totala tillgångar och investeringar på den svenska börsen, 2006-12-31.

Fond	Investeringar på Stockholmsbörsen	Totala tillgångar
AFA Försäkring	23,9	167,9
Alecta	78,7	435,2
AMF Pension	70,6	305,3
AMF Pension Fonder	11,5	141,1
Andra AP-fonden	40,7	217,8
Fjärde AP-fonden	41,1	203,3
Första AP-fonden	26,4	210,1
KP Pension och försäkring	6,1	50,8
Tredje AP-fonden	27,9	218,2
Totalt inhemska fonder	214,6	1 536,1
Totalt börsvärde	4 010	
Inhemska fonders ägarandel (%)	5,4	
Total placeringskapacitet i statliga och korporatistiska fonder som andel av det totala börsvärdet (%)		38,3

Anm: Alla uppgifter är uttryckta i miljarder kronor per den 31 december 2006.

Källa: Fristedt och Sundqvist (2007) samt årliga finansrapporter från respektive fond.

Det omfattande offentliga ägandet på den svenska börsen kan sägas ha en internationell motsvarighet i de så kallade *Sovereign Wealth Funds* (SWF) som snabbt ökat i betydelse som internationella placerare. Man kan diskutera vilken exakt definition av dessa fonder som är den mest relevanta.⁵⁴ Två viktiga egenskaper hos dessa fonder är att en stat är huvudman för fonden och att den har vidsträckta möjligheter att investera i olika finansiella instrument inklusive aktier.

⁵³ Det kan noteras att Vasakronan avyttrats till AP-Fastigheter, en ägare som ingår i just denna grupp.

⁵⁴ För en sådan diskussion, se t.ex. IMF (2008).

Den snabba tillväxten i fonderna under de senaste åren har i första hand två orsaker. För det första har enskilda staters intäkter från råvarutillgångar, inte minst olja ökat snabbt. Dessa intäkter placeras i ökande utsträckning i särskilda fonder. Den andra orsaken är de stora överskotten i bytesbalansen i många asiatiska länder. Dessa överskott har i många fall kanaliserats till särskilda fonder som bland annat kan placera sin förmögenhet i aktier över hela världen.

SWFs totala tillgångar motsvarar i dagsläget ca 3 300 miljarder dollar, dvs. ungefär 5 gånger Stockholmsbörsens totala storlek. Den största fonden är Förenade Arabemiratens på närmare 900 miljarder dollar, följt av fonder från Norge, Singapore, Saudi-Arabien, Kuwait och Kina med tillgångar i spannet 200–380 miljarder dollar.⁵⁵ Storleken på SWF motsvarar visserligen ännu bara en tiondel av tillgångarna i världens pensionsfonder, men de är å andra sidan betydligt större än såväl hedgefonder som private equity. Den senare jämförelsen understryker att potentialen för SWF som betydelsefull ägare är stor om fonderna börjar profilera sig som aktiva ägare. Hittills har de dock i huvudsak varit inriktade på att åstadkomma bästa möjliga avkastning vid en relativt låg risknivå via rena portföljplaceringar.⁵⁶

Med nuvarande utveckling av oljepriser och bytesbalansöverskott i fondländerna kan man förvänta sig att SWF såväl absolut som relativt kommer att öka sin betydelse som internationella placerare. Någon direkt betydelse för ägarstyrningen i de länder där fonderna placerar kan de knappast sägas ha haft. Om de fortsätter att agera som traditionella institutionella placerare så behöver man inte förvänta sig någon direkt betydelse i framtiden heller. Indirekt har fonderna emellertid haft en betydelse för i varje fall debatten kring ägarpolitiken i olika länder genom att fonderna ger argument för ökad ägarprotektionism. Det finns ett motstånd mot att släppa in andra stater som ägare av viktiga företag i det egna landet. De kan också bidra till att förstärka argumenten för inhemskt statligt ägande. För Sveriges del har dock den internationella uppbyggnaden av SWF hittills gått hand i hand med introduktionen av ett program för utförsäljning av statliga företag.

⁵⁵ SWF Institute, <http://swfinstitute.org/>.

⁵⁶ En mera utförlig redogörelse för SWFs agerande ges i en särskild rapport om SWF till Globaliseringsrådet (Ganslandt 2008).

Såväl de svenska korporatistiska och statliga fonderna som SWFs har en konkurrensnackdel som ägare och sannolikt även som förvaltare relativt PE-fonder, hedgefonder och aktivistfonder. I de senare har förvaltarna i regel ett eget ägande eller ersättningskontrakt som ger utfall som är ekvivalenta med eget ägande och som visas av Khorana m.fl. (2007) så presterar aktiefonder där förvaltarna har ett eget ägande systematiskt bättre. Den skattade effekten är förhållandevis stor. Avkastningen stiger med 3 punkter för varje punkt ägande som förvaltarna har; i en fond där förvaltarna äger 1 procent av kapitalet är således avkastningen 3 procentenheter högre. De finner också att avkastningen är högre i fonder där styrelsen har höga ersättningar.

Med utgångspunkt i de förändringar som vi pekat på här tonar en mer pluralistisk ägarbild fram, där ett antal olika ägarmodeller kommer att finnas sida vid sida i Sverige:

1. *Den traditionella svenska ägarmodellen.* Denna modell är som vi sett på väg att tappa sin dominans. Men den kommer med all säkerhet att finnas kvar som en ägarmodell vid sidan av andra.
2. *Utländskt helägande.* I detta fall blir svenska företag dotterbolag i utländskt ägda företag, främst stora multinationella företag.
3. *Private equity* blir stora ägare i näringslivet. Detta ägande är dock inte permanent utan de utövar en värdeskapande ägarstyrning under ett visst skede i ett företags livscykel för att sedan sälja vidare till annan ägare.
4. *Spritt ägande.* I detta fall kan företaget ha både svenska och utländska ägare. Ingen ägare eller ägargruppering utövar något dominerande inflytande. Detta torde leda till tjänstemannakontroll.
5. *Korporatistiska eller statliga pensionsfonder som kontrollerande ägare.* Det mycket stora ägande på börsen som dessa fonder har och deras stora totala tillgångar gör detta till en möjlighet. Så sent som för 2–3 år sedan såg det ut som en trolig utveckling, men i det korta perspektivet förefaller det mindre sannolikt att denna modell flyttar fram sina positioner.
6. *Aktivistisk ägarentreprenör uppbackad av institutionella ägare av olika slag.* Detta kan sägas vara aktivistfondernas affärsidé. Man kan också tänka sig en

mera politisk variant där AP-fonderna slår sig ihop med någon svensk ägarentreprenör för en ”blågul lösning”.

Den första och de tre sista av de angivna modellerna är väl användbara i börsnoterade bolag. Den andra och tredje modellen innebär nästan alltid att företagen avnoteras från börsen. Den förändring som vi skisserar kommer därför med största sannolikhet innebära att av de stora svenska företagen kommer färre att utsättas för den genomlysning som följer med att vara ett noterat bolag.

Många forskare har pekat på den komplementaritet som finns mellan olika delar i ett lands modell för företagsstyrning och den kringliggande lagstiftningen. Det finns också en omfattande statsvetenskaplig litteratur som studerar olika modeller för kapitalism. (*”varieties of capitalism”*). Där ses modellen för företagsstyrning som en del i en vidare modell för hela ekonomin där de olika delarna kompletterar varandra. Vår studie har också understrukit den starka komplementaritet som har funnits mellan den svenska ägarmodellen å ena sidan, och den uppsättning institutioner och regler som brukar benämnas ”den svenska modellen”. Särskilt påtagligt förefaller detta vara när det gäller skattepolitiken. På detta område finner man därtill regler som direkt är inriktade på att stödja den svenska ägarmodellen. Skattereglerna för investmentbolag, skattebefrielsen av ägarstiftelser och den höga beskattningen individuellt ägande (särskilt på 1970- och 80-talen) är exempel på detta.

Generellt sett kan man konstatera att om tesen om komplementaritet är riktig så innebär den pluralistiska bild av det framtida ägandet i Sverige som vi skisserat ett problem. Det svenska institutionella ramverket är, som vi sett, anpassat till den svenska ägarmodellen. Om det inte längre finns någon dominerande ägarmodell behöver ramverket anpassas till denna situation. För Sveriges del torde lagstiftningen kring bolagsstyrningen liksom debatten kring densamma i allt högre grad influeras av den anglosaxiska situationen. Denna debatt förs dock i alltför hög grad utan någon medvetenhet om att det finns en mycket stor skillnad mellan den svenska och den anglosaxiska grundmodellen för ägarstyrning.

Ett konkret exempel på problemen med den gamla modellens tillbakagång är att den ”pensionsfondskapitalism” som håller på att utvecklas vad gäller ägandet av börsnoterade

företag 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 (32,4 procent) och marginalsattesatsen. Eftersom marginalsattesatsen är ungefär 57 procent innebär detta en total skattesats på drygt 67 procent år 2008.⁵⁷

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 ett venture capital-bolag. 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 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 tjänstemannastyrda 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.

Den omfattning som private equity fått i Sverige kan tyckas motsäga ovanstående resonemang. PE bygger ju i mycket hög grad på kraftfulla incitament för enskilda

⁵⁷ 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 anställde 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).

individer. Belöningsystemen bygger dock i dessa fall på att man tänjer på skattereglerna. Avkastningen faller heller vanligen inte ut i Sverige utan i något lågskatteområde med begränsad eller obefintlig insyn för svenska skattemyndigheter, som de brittiska kanalöarna. Därmed kan man också ställa frågan om dessa system i längden är stabila i den svenska miljön.

10 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 normala varit att en enda individ eller 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.

Vi har visat att den svenska modellen för företagsägande växte sig stark under vad som mera generellt kommit att kallas den svenska modellens guldålder, nämligen 1950- och 60-talen. Här var komplementariteten mellan ägarstyrningsmodellen och den mera generella svenska modellen påfallande. Stabiliteten i hela modellen hotades dock av att det ideologiska fundamentet för den klassiska svenska modellen var en långsiktig vision om en socialistisk ekonomi. Denna vision konkretiserades gradvis och blev under 1970-talet ett allvarligt hot mot den svenska modellen för ägarstyrning när förslagen att införa löntagarfonder fick stort politiskt genomslag. Enligt de mest långtgående förslagen skulle detta ha lett till att fackföreningarna fullständigt, om än successivt, 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 spelat en central roll i svensk politik under decennier. Det blev också en naturlig slutpunkt på vad vi benämnt fas I i den svenska ägarpolitiken under efterkrigstiden (se tabell 1). 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. Till nyligen såg detta paradoxalt nog ut att leda mot en situation där en stor del av kontrollen över den privata sektorn kollektiviserades. Sedan mitten av 1980-talet har politiskt eller fackligt styrda pensionsfonder vuxit snabbt. Deras finansiella tillgångar håller på att bli mycket stora jämfört med andra inhemska ägargrupper. Denna effekt motverkas dock av att två nya ägar- och kontrollmodeller kraftigt flyttat fram sina positioner, nämligen private equity och utländskt helägande i form av dotterbolag i Sverige.

Det faktum att marknaden för företagskontroll är helt öppen för internationella aktörer medför att det blir allt svårare för traditionellt kontrollerande ägare att behålla kontrollen över företag som baseras på en svag kapitalbas. Förlusten av kontroll går således för det mesta till på ett av följande två sätt: försäljning av hela företag huvudsakligen till utländska ägare eller frivillig minskning av kontrollrättigheter som svar på trycket från större minoritetsägare som blir allt mer ovilliga att acceptera stora skillnader mellan kontroll- och utdelningsrättigheter. Viktiga nya element i ägarbilden är också private equity och så kallade aktivistfonder. Private equity är dock en ägarform som motverkar problemet med kollektivisering av ägandet, eftersom de institutioner som investerar i private equity avsäger sig allt inflytande i de företag de via private equity-bolagen blir delägare i. Å andra sidan är private equity-bolagen aldrig långsiktiga kontrollägare utan har alltid för avsikt att lämna ägandet när de nått sina (avkastnings)mål med ägandet.

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

europiska kontinenten förefaller sålunda mer stabilt än det svenska. Som tecken på detta kan man se två av de senaste stora svenska företagsförsäljningarna till utländska bolag: Vin&Sprit och Scania. I båda fallen blev den nya kontrollägaren ett europeiskt familjeföretag.

Vad gäller ägandet och kontrollen av den svenska storföretagssektorn befinner sig Sveriges nu mitt uppe i en tredje fas där den traditionella svenska ägar- och kontrollmodellen snabbt förlorar sin dominerande ställning; denna modell är inte längre ”konsistent” och ett antal olika ägarstyrningsmodeller håller istället 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 lär komma att ställas inför liknande problem. En avgörande fråga är här hur väl avpassade de institutionella betingelserna nu är för denna pluralism i kontroll- och ägarmodeller.

Vi har visat att de svenska regelsystemen i hög grad är inriktade på att understödja den traditionella svenska ägarmodellen. När denna tappat mark kan man säga att det uppstått ett ”ägarvacuum” som är på väg att fyllas av i första hand dotterbolagsägande från utländska företag och ägande via private equity-bolag. Att tillväxten i just dessa ägarmodeller är så stark hänger delvis samman med att dessa modeller, genom att de i hög grad drar fördel av en låg utländsk ägarbeskattning relativt sett är skattemässigt gynnade i förhållande till svenskt ägande. Vill man att ett svenskt ägande på ett framgångsrikt sätt ska kunna konkurrera med dessa båda ägarmodeller så torde det krävas betydande sänkningar av den svenska ägarbeskattningen. Vi har också påvisat hur den höga svenska beskattningen av optioner som belöningsinstrument från företagen skapar svårigheter att utveckla ett spritt ägande enligt anglosaxiskt mönster i Sverige. En sänkning av denna beskattning torde därför vara en nödvändig del i en beskattning som är neutral mellan de olika ägarformer som är på väg att växa fram.

Medan denna policyrekommendation kan te sig uppenbar utifrån den analys vi har gjort, så är det också tydligt att rekommendationen bryter mot den huvudlinje med hög individbeskattning som är en del av den svenska modellen. Globaliseringen och avregleringen av de finansiella marknaderna har sålunda skapat ett dilemma för den svenska skattelagstiftningen. Den lösning som tillsvidare avtecknar sig är att de svenska

riskkapitalisterna, i likhet med de svenska idrottsstjärnorna får låta sig beskattas i något utländskt skatteparadis.

Referenser

- Agell, Jonas, Peter Englund och Jan Södersten (1998), *Incentives and Redistribution in the Welfare State. The Swedish Tax Reform*. London: Macmillan.
- Agnblad, Jonas, Erik Berglöf, Peter Högfeldt och Helena Svancar (2001), "Ownership and Control in Sweden: Strong Owners, Weak Minorities, and Social Control". I Fabrizio Barca och Marco Becht (red.), *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Althaimer, Hans (1988), "Börsen och företagens nyemissioner". I Ingemund Hägg (red.), *Stockholms Fondbörs. Riskkapitalmarknad i omvandling*. Stockholm: SNS Förlag.
- Aronsson, Cecilia (2007), "Guldklubben i skatteparadiset". *Veckan Affärer*, nr 11, 15 mars.
- Audretsch, David B. (2002), "The Dynamic Role of Small Firms: Evidence from the US". *Small Business Economics*, vol. 18, nr 1, 13–40.
- Barca, Fabrizio och Marco Becht (red.), (2001), *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Barontini, Roberto och Lorenzo Caprio (2005), "The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe". *European Financial Management*, vol. 12, nr 5, 689–723.
- Berg Achim och Oliver Gottschalg (2005), "Understanding Buyout Value Generation". *Journal of Restructuring Finance*, vol. 2, nr 1, 9–37.
- Berglöf, Erik and Mike Burkart (2005), "Reforming Take-over Regulation in Europe". I Harry Huizinga och Lars Jonung (red.), *The Internationalisation of Asset Ownership in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Bergström, Clas och Kristian Rydqvist (1990), "Ownership of Equity in Dual-Class Firms". *Journal of Banking and Finance*, vol. 14, nr 2, 255–269.
- Bergström, Villy (1982), *Studies in Swedish Post-War Industrial Investments*. Akademisk avhandling. Nationalekonomiska institutionen, Uppsala Universitet.
- Berle, Adolph A. och Gardiner C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan.
- Bjuggren, Carl Magnus och Dan Johansson (2008), "Private and Public Employment in Sweden – Is the Prevailing View Misguided?". Manuskript. Stockholm: Ratio.
- Bjuggren, Per-Olof, Johan E. Eklund och Daniel Wiberg (2007), "Ownership Structure, Control and Firm Performance: The Effects of Vote-Differentiated Shares". *Applied Financial Economics*, vol. 17, nr 16–18, 1323–1334.
- Blanchflower, David G. och Andrew J. Oswald (1998), "What Makes an Entrepreneur?". *Journal of Labor Economics*, vol. 16, nr 1, 26–60.
- Blyth, Mark (2001), "The Transformation of the Swedish Model". *World Politics*, vol. 54, nr 1, 1–26.
- Borglund, Tommy (2006), *Aktieägarvärden i fokus. Internationell påverkan på intressentrelationer genom förvärv och fusioner*. Doktorsavhandling. EFI, Handelshögskolan i Stockholm.
- Braunerhjelm, Pontus och Tobias Lindqvist (1999), "Utvandrarna – effekter och drivkrafter bakom huvudkontorsflytten". *Ekonomisk Debatt*, vol. 27, nr 8, 483–496.
- Brown, Charles och James Medoff (1989), "The Employer Size Wage Effect". *Journal of Political Economy*, vol. 97, nr 5, 1027–1059.
- Burkart, Mike och Samuel Lee (2008), "One Share, One Vote: The Theory". *Review of Finance*, vol. 12, nr 1, 1–49.

- Cervenka, Andreas och Pia Gripenberg (2007), "Svenska riskkapitalbolag arbetsgivare åt 600 000". *Dagens Nyheter*, 16 april.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov och Larry Lang (2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations". *Journal of Financial Economics*, vol. 58, nr 1, 81–112.
- Cressy, Robert C. och Christer Olofsson (1996), "Financial Conditions for SMEs in Sweden". I Robert C. Cressy, Bertil Gandemo och Christer Olofsson (red.), *Financing SMEs – A Comparative Perspective*. Stockholm: NUTEK Förlag.
- Cronqvist, Henrik och Mikael Nilsson (2003), "Agency Costs of Controlling Minority Shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, nr 4, 695–719.
- Dahlquist, Magnus och Göran Robertsson (2001), "Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics". *Journal of Financial Economics*, vol. 59, nr 3, 413–440.
- Dahlquist, Magnus, Göran Robertsson och Kristian Rydqvist (2007), "Direct Evidence of Dividend Tax Clientele". Research Report nr 51, Swedish Institute for Financial Research, Stockholm.
- David, Thomas och André Mach (2004), "The Specificity of Corporate Governance in Small States: Institutionalisation and Questioning of Ownership Restrictions in Switzerland and Sweden". I Ruth Aguilera och Michal Federowicz (red.), *Corporate Governance in a Changing Economic and Political Environment. Trajectories of Institutional Change on the European Continent*. London: Palgrave.
- Davis, Steven J., John C. Haltiwanger, Ron S. Jarmin, Josh Lerner och Javier Miranda (2008), "Private Equity and Employment". US Census Bureau Center for Economic Studies Paper nr CES-WP-08-07.
- Davis, Steven J. och Magnus Henrekson (1997), "Industrial Policy, Employer Size and Economic Performance in Sweden". I Richard B. Freeman, Robert Topel och Birgitta Swedenborg (red.), *The Welfare State in Transition*. Chicago: University of Chicago Press.
- Davis, Steven J. och Magnus Henrekson (2005), "Wage-setting Institutions as Industrial Policy". *Labour Economics*, vol. 15, nr 3, 345–377.
- DeGeorge, Francois och Ernst Maug (2006), "Corporate Finance in Europe: A Survey". Working Paper nr 121, European Corporate Governance Institute, Bryssel.
- Denis, Diane K. och John J. McConnell (2003), "International Corporate Governance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, nr 1, 1–35.
- Du Rietz, Gunnar (2002), "Kapitalskatterna och den kreativa förstörelsen". I Dan Johansson och Nils Karlsson (red.), *Den svenska tillväxtskolan: om den ekonomiska utvecklingens kreativa förstörelse*. Stockholm: Ratio.
- Edin, Per-Anders och Robert Topel (1997), "Wage Policy and Restructuring – The Swedish Labor Market Since 1960". I Richard B. Freeman, Robert Topel och Birgitta Swedenborg (red.), *The Welfare State in Transition*. Chicago: University of Chicago Press.
- Ekhölm, Karolina (2008), *Globaliseringens drivkrafter och samhällsekonomiska konsekvenser*. Underlagsrapport nr 9 till Globaliseringsrådet. Stockholm: Utbildningsdepartementet.
- Eliasson, Gunnar (2008), *Företagen i en globaliserad ekonomi. Full fart i huvudkontoret*. Stockholm: Invest in Sweden Agency.
- Freeman, Richard B. (2002), "Single Peaked vs. Diversified Capitalism: The Relation Between Economic Institutions and Outcomes". I Jacques Drèze (red.), *Advances in Macroeconomic Theory*. London: Palgrave.
- Fristedt, Daniel och Sven-Ivan Sundqvist (2006, 2007, 2008), *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2006/2007/2008*. Stockholm: SIS Ägarservice.
- Företagarna och Swedbank (2008), *Småföretagsbarometern*. Våren 2008.
- Galbraith, John Kenneth (1956), *American Capitalism: The Concept of Countervailing Power*. Boston: Houghton Mifflin.
- Ganslandt, Mattias (2008), *Internationellt statligt ägande*. Underlagsrapport nr Y till Globaliseringsrådet. Stockholm: Utbildningsdepartementet.
- Giannetti, Mariassunta och Andrei Simonov (2006), "Which Investors Fear Expropriation? Evidence from Investors' Portfolio Choices". *Journal of Finance*, vol. 61, nr 3, 1507–1547.

- Gilson, Ronald J. (2006), "Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy". *Harvard Law Review*, vol. 119, nr 6, 1641–1679.
- Glete Jan (1981), *Kreugerkoncernen och krisen på den svenska aktiemarknaden*. Stockholm Studies in History 28. Stockholm: Almqvist & Wiksell.
- Glete, Jan (1994), *Nätverk i näringslivet*. Stockholm: SNS Förlag.
- Goergen, Marc (2007), "What Do We Know about Different Systems of Corporate Governance?". Working Paper nr 167, European Corporate Governance Institute, Bryssel.
- Gompers, Paul A. och Josh Lerner (2001), *The Money of Invention: How Venture Capital Creates New Wealth*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Hakkala, Katariina N., Fredrik Heyman och Fredrik Sjöholm (2008), *Arbetsmarknadseffekter av utländska direktinvesteringar*. Underlagsrapport nr X till Globaliseringsrådet. Stockholm: Utbildningsdepartementet.
- Hall, Peter och David Soskice (red.), (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Hellblom, Ola (2006), "Han sågar bolagskoden". *Dagens Industri*, 6 juni.
- Hellmann, Thomas och Manu Puri (2002), "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms Empirical Evidence". *Journal of Finance*, vol. 57, nr 1, 169–197.
- Henrekson, Magnus och Ulf Jakobsson (2001), "Where Schumpeter Was Nearly Right – the Swedish Model and *Capitalism, Socialism and Democracy*". *Journal of Evolutionary Economics*, vol. 11, nr 3, 331–358.
- Henrekson, Magnus och Ulf Jakobsson (2002), "Ägarpolitik och ägarstruktur i efterkrigstidens Sverige". I Lars Jonung (red.), *Vem skall äga Sverige?* Stockholm: SNS Förlag.
- Henrekson, Magnus och Dan Johansson (1999), "Institutional Effects on the Evolution of the Size Distribution of Firms". *Small Business Economics*, vol. 12, nr 1, 11–23.
- Henrekson, Magnus och Tino Sanandaji (2004), *Ägarbeskattningen och företaget*. Stockholm: SNS Förlag.
- Hermansson, Carl-Henrik (1962), *Monopol och storfinans*. Stockholm: Arbetarkulturs Förlag.
- Holmén, Martin och Peter Högfeldt (2005a), "Pyramidal Discounts: Tunneling or Agency Costs?". Working Paper nr 73, European Corporate Governance Institute, Bryssel.
- Holmén, Martin och Peter Högfeldt (2005b), "A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings". *Journal of Financial Intermediation*, vol. 13, nr 2, 324–358.
- Holmén, Martin och Eugene Nivorozhkin (2008), "Tender Offers versus Block Trades: Empirical Evidence". Mimeo, nationalekonomiska institutionen, Uppsala universitet.
- Holmén, Martin och Eugene Nivorozhkin (2007), "The Impact of Family Ownership and Dual Class Shares on Takeover Risk". *Applied Financial Economics*, vol. 17, nr 10, 785–804.
- Holtz-Eakin, Douglas, David Joulfaian och Harvey S. Rosen (1994), "Sticking It out: Entrepreneurial Survival and Liquidity Constraints". *Journal of Political Economy*, vol. 102, nr 1, 53–75.
- Holmström, Bengt och Steven N. Kaplan (2003), "The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?". NBER Working Paper nr 9613, National Bureau of Economic Research.
- Huizinga, Harry och Lars Jonung (red.), (2005), *The Internationalisation of Asset Ownership in Europe*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Högfeldt, Peter (2005), "The History and Politics of Corporate Ownership in Sweden". I Randall K. Morck (red.), *A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*. Chicago och London: University of Chicago Press.
- IMF (2008), "Sovereign Wealth Funds – A Work Agenda". Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments. Washington D.C. Tillgänglig online (08-06-27): <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>.
- Ingemarsson, Mikael (2004), "Monopolmarknader i förändring". Konkurrensverkets rapportserie 2004:3. Stockholm: Konkurrensverket.

- Institutet för tillväxtpolitiska studier (ITPS), (2008), *Globalisering, strukturomvandling och sysselsättningsdynamik*. Bilaga 7 till Långtidsutredningen 2008. SOU 2008:21. Stockholm: Fritzes.
- ISA (2008), *Investeringar iden globala och svenska ekonomin*. Stockholm: Invest in Sweden Agency.
- Isaksson, Mats och Rolf Skog (1994), "Corporate Governance in Swedish Listed Companies". I Theodor Baums, Richard M. Buxbaum och Klaus J. Hopt (red.), *Institutional Investors and Corporate Governance*. Berlin och New York: Walter de Gruyter.
- ITPS (2007), *Utländska företag 2006*. S2007:005. Östersund: Institutet för tillväxtpolitiska studier.
- James, Harold (2008), "Family Values or Crony Capitalism?" *Capitalism and Society*, vol. 3, nr 1, 1–27.
- Jonung, Lars (1994), "The Rise and Fall of Credit Controls: The Case of Sweden, 1939–89". I Michael D. Bordo och Forest Capie (red.), *Monetary Regimes in Transition*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Josefsson, Märtha (1988), "Börsbolagen 1987 – en jämförelse med tidigare år". *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, vol. 17, nr 4, 76–91.
- Kaplan, Steven (2002), "Sources of Value in Management Buyouts". I Yakov Amihud (red.), *Leveraged Management Buyouts: Causes and Consequences*. Washington D.C: Beard Books.
- Kaplan, Steven N. och Per Strömberg (2001), "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring". *American Economic Review*, vol. 91, nr 2, 426–430.
- Kaplan, Steven N. och Per Strömberg (2008), "Leveraged Buyouts and Private Equity". *Journal of Economic Perspectives*, under utgivning.
- Katzenstein, Peter (1985), *Small States in World Markets*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- King, Mervyn A. och Don 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.
- Khorana, Ajay, Henri Servaes och Lei Wedge (2007), "Portfolio Manager Ownership and Fund Performance". Working Paper nr 148, European Corporate Governance Institute, Bryssel.
- Kitschelt, Herbert P., Peter Lange, Gary Marks och John D. Stephens (red.), (1999), *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*. Cambridge och New York: Cambridge University Press.
- Korpi, Walter (1982), "The Historical Compromise and Its Dissolution." I Bengt Rydén och Willy Bergström (red.), *Sweden: Choices for Economic and Social Policy in the 1980s*. London: George Allen & Unwin.
- Landström, Hans (red.), (2003), *Småföretaget och kapitalet. Svensk forskning kring små företags finansiering*. Stockholm: SNS Förlag.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer och Robert W. Vishny (1998), "Law and Finance". *Journal of Political Economy*, vol. 106, nr 5, 1113–1152.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes och Andrei Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World". *Journal of Finance*, vol. 54, nr 3, 471–517.
- Lindgren, Gunnar (1953), "Shareholders and Shareholder Participation in the Larger Companies' Meetings in Sweden". *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 71, nr 2, 281–298.
- Lindgren, Håkan (1994a), "The Comparative Advantages of Business Groups: Some Swedish Evidence". I Margit Dritsas och Terry Gourvish (red.), *European Enterprise: Strategies of Adaptation and Renewal in the Twentieth Century*. Aten: Trochalia Publications.
- Lindgren Håkan (1994b), *Aktivt ägande. Investor under växlande konjunkturer*. Stockholm: Institutet för ekonomisk-historisk forskning (EHF).
- Lindh, Thomas och Henry Ohlsson (1996), "Self-Employment and Windfall Gains: Evidence from the Swedish Lottery". *Economic Journal*, vol. 106, nr 439, 1515–1526.
- Lindkvist, Hans (1990), *Kapitalemigration*. Doktorsavhandling. Handelshögskolan i Stockholm: EFI.
- Lundell, Stefan (2007), "Världsmästare på avkastning". *Dagens Industri*, 12 mars.
- Maddison, Angus (1982), *Phases of Capitalist Development*. Oxford: Oxford University Press.

- Martynova, Martina och Luc Renneboog (2008), "Spillover of Corporate Governance Standards in Cross-border Mergers and Acquisitions". Working Paper nr 197, European Corporate Governance Institute, Bryssel.
- Meidner, Rudolf (1978), *Employee Investment Funds. An Approach to Collective Capital Formation*. London: George Allen & Unwin.
- Misher, Norman J. (1984), "Tax Consequences of Exercising An Incentive Stock Option with Stock of the Granting Corporation". *The Tax Executive*, July, 357–363.
- Montgomery, Arthur (1946), *Svensk ekonomisk historia mot internationell bakgrund 1913–1939*. Stockholm: Kooperativa Förbundets Bokförlag.
- Morck, Randall K., Daniel Wolfenzon och Bernard Yeung (2005), "Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth". *Journal of Economic Literature*, vol. 43, nr 3, 655–720.
- Norbäck, Per-Johan, Lars Persson och Jonas Vlachos (2006), "Cross-Border Acquisitions and Corporate Taxes: Efficiency and Tax Revenues". IFN Working Paper nr 663, Institutet för Näringslivsforskning.
- Norrman, Erik och Charles E. McLure (1997), "Tax Policy in Sweden". I Richard B. Freeman, Robert Topel och Birgitta 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.
- OECD (1982, 1997), *Historical Statistics 1960–1980* och *Historical Statistics 1960–1995*. Paris.
- OECD (1992), *Employment Outlook*, July. Paris.
- Pagano, Marco och Paolo F. Volpin (2001), "The Political Economy of Finance". *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17, nr 4, 502–519.
- Pagano, Marco och Paolo F. Volpin (2005), "The Political Economy of Corporate Governance". *American Economic Review*, vol. 94, nr 4, 1005–1030.
- Petersson, Tom (2001), "Promoting Entrepreneurship. Bank-Connected Investment Development Companies in Sweden 1962–1990". I Magnus Henrekson, Mats Larsson och Hans Sjögren (red.), *Entrepreneurship in Business and Research. Essays in Honour of Håkan Lindgren*. Stockholm: Probus Förlag och Institutet för ekonomisk-historisk forskning.
- Phallipou, Ludovic (2007), "Investing in Private Equity Funds: A Survey". University of Amsterdam Working Paper.
- Pontusson, Jonas (1992), *The Limits of Social Democracy. Investment Politics in Sweden*. Ithaca: Cornell University Press.
- Rajan, Raguram och Luigi Zingales (2001), "The Influence of Financial Revolution on the Nature of Firms". *American Economic Review*, vol. 91, nr 1, 206–211.
- Rajan, Raguram och Luigi Zingales (2003), "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance". NBER Working Paper nr 9595, National Bureau of Economic Research.
- Reiter, Joakim (2003) "Changing the Microfoundations of Corporatism: The Impact of Financial Globalisation on Swedish Corporate Ownership?" *New Political Economy*, vol. 8, nr 1, 103–126.
- Riksbanken (2005), "Riskkapitalbolagen i Sverige". *Finansiell stabilitet*, nr 1, Stockholm.
- Roe, Mark J. (2003), *Political Determinants of Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press.
- Rydqvist, Kristian, Joshua Spizman och Ilya Strebuaev (2008), "The Evolution of Aggregate Stock Ownership: A Unified Explanation". Mimeo. Binghamton University, Binghamton, NY.
- Schumpeter, Joseph A. (1942), *Capitalism, Socialism and Democracy*. New York: George Allen & Unwin.
- Skedinger, Per (2006), "Svenska minmilöner i den globaliserade ekonomin". *Ekonomisk Debatt*, vol. 34, nr 4, 63–77.
- Skedinger, Per (2008), *Effekter av anställningsskydd – Vad säger forskningen?* Stockholm: SNS Förlag.
- 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, Roland (1975), *Förmögenhetsfördelningen i Sverige*. Stockholm: Prisma.
- Steinmo, Sven (2003), "Bucking the Trend? Social Democracy in a Global Economy: The Swedish Case Up Close". *New Political Economy*, vol. 8, nr 1, 31–48.
- Strandell, Ann-Christine (2000), "Utlandsägda företag". I *Svenskt näringsliv och näringspolitik 2000*. Stockholm: NUTEK Förlag.
- Stulz, René M. (2005), "The Limits of Financial Globalization". *Journal of Finance*, vol. 60, nr 4, 1595–1638.
- SVCA (2007), *Den svenska private equity-marknaden*. Tillgänglig online (07-05-25): <http://www.svca.se/home/page.asp?sid=337&mid=2&PageId=26720>.
- Södersten, Jan (1984), "Sweden". I Mervyn A. King och Don 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, Jan (1993), "Sweden". I Dale W. Jorgenson och Richard Landau (red.), *Tax Reform and the Cost of Capital. An International Comparison*. Washington D.C.: Brookings.
- Söderström, Hans Tson (red.), (2003), *Ägarmakt och omvandling. Den svenska modellen utmanad*. Ekonomirådets rapport. Stockholm: SNS Förlag.
- Tirole, Jean (2006), *The Theory of Corporate Finance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- UNCTAD (1999), *World Investment Report 1999*. New York: United Nations.
- Wahlin, Erik (2007), "Riskkapitalet tror på börsen igen". *Svenska Dagbladet*, 23 maj.
- Waldenström, Daniel (2002), "Why Are Securities Transactions Taxed? Evidence from Sweden, 1909–1991". *Financial History Review*, vol. 9, nr 2, 164–191.
- Wigforss, Ernst (1956), *Efter välfärdsstaten*. Stockholm: Tidens förlag.
- Wiklund, Johan, Per Davidsson och Frédéric 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.
- Wright, Mike, Steve Thompson och Ken Robbie (1992), "Venture Capital and Management-led, Leveraged Buyouts: A European Perspective". *Journal of Business Venturing*, vol. 7, nr 1, 47–71.
- Wright, Mike, (2007), "Private Equity and Management Buyouts". I Hans Landström (red.), *Handbook of Research on Venture Capital*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Zider, Bob (1998), "How Venture Capital Works". *Harvard Business Review*, November–December, 131–139.