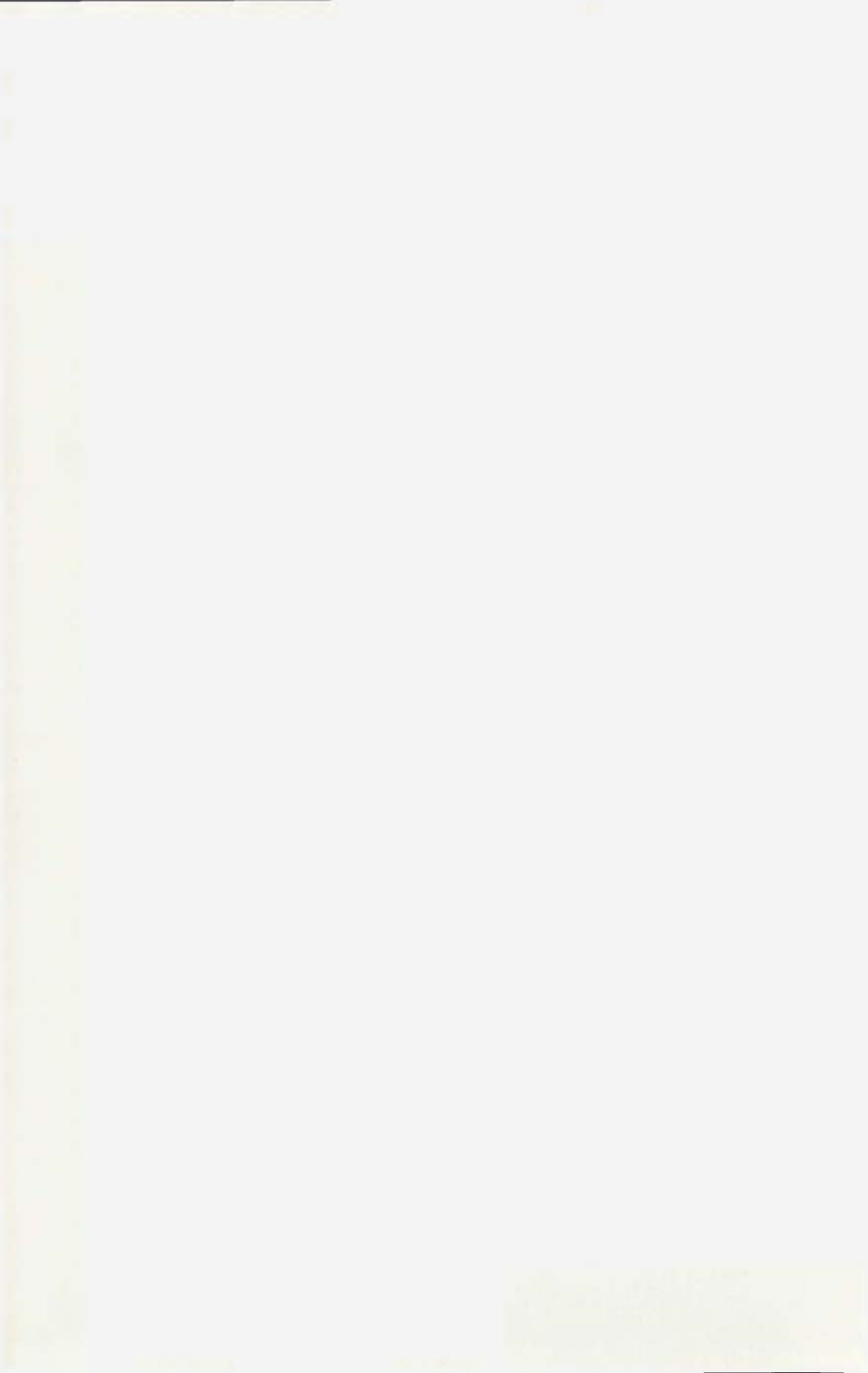
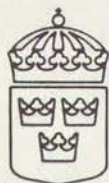


ÄGANDE
OCH
INFLYTANDE
I SVENSKT NÄRINGSLEV

HUVUDBETÄNKANDE
FRÅN
ÄGARUTREDNINGEN





Statens offentliga utredningar

1988:38

Industridepartementet

Ägande och inflytande i svenskt näringsliv

Huvudbetänkande av ägarutredningen

Beställningsadress:
Allmänna Förlaget
Kundtjänst
106 47 STOCKHOLM
08/739 96 30

Allmänna Förlagets bokhandel:
Informationsbokhandeln
Malmtorgsgatan 5, Stockholm

Beställare som är berättigade till remissexemplar eller friexemplar kan beställa sådana under adress:

Regeringskansliets förvaltningskontor
SOU-förrådet
103 33 Stockholm
Tel: 08/763 23 20 Telefontid 8.10–12.00 (externt och internt)
08/763 10 05 12.00–16.00 (endast internt)

Till Statsrådet och chefen för industridepartementet

(Genom beslut den 23 maj 1985 bemyndigade regeringen chefen för industridepartementet att tillkalla en kommitté med parlamentarisk sammansättning för att utreda ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv.

Med stöd av bemyndigandet tillkallades den 1 juli 1985 såsom ledamöter i kommittén direktör Gunnar Leo (ordförande), riksdagsledamot Christer Eirefelt, riksdagsledamot Per-Ola Eriksson, riksdagsledamot Rune Evensson, dåvarande riksdagsledamot Carl-Henrik Hermansson, riksdagsledamot Berit Oscarsson, riksdagsledamot Lennart Pettersson och riksdagsledamot Per Westerberg. Per-Ola Eriksson entledigades från kommittén fr. o. m. den 1 september 1986 och efterträddes samma dag av riksdagsledamot Rolf Kenneryd.

Kommitténs ordförande Gunnar Leo avled den 24 december 1986. Som ny ordförande förordnades den 15 januari 1987 riksdagsledamot Lennart Pettersson.

Som ny ledamot i kommittén förordnades den 1 april 1987 riksdagsledamot Mats Lindberg.

Som sakkunniga i kommittén förordnades den 1 juli 1985 utredningssekreterare Gösta Karlsson, direktör Jan Persson och utredningssekreterare Lars-Olof Pettersson. Pettersson entledigades fr. o. m. den 1 juni 1986 och efterträddes samma dag av ekonom Stig Carlsson.

Att som experter biträda kommittén förordnades den 1 juli 1985 civil-ekonom Ragnar Boman, dåvarande utredningssekreterare Urban Bäckström, dåvarande departementsrådet Carl Fredriksson, direktör Jan Odh-moff och dåvarande hovrättsassessor Per Pettersson. Vidare förordnades som experter den 1 september 1985 docent Ingemund Hägg och dåvarande departementsrådet Johan Salsbäck. Bäckström entledigades fr. o. m. den 7 september 1986 och efterträddes samma dag av dåvarande utredningssekreterare Stefan Eriksson. Eriksson entledigades fr. o. m. den 1 mars 1987 och efterträddes samma dag av jur. kand. Lars Milberg. Salsbäck entledigades fr. o. m. den 16 januari 1987 och efterträddes samma dag av kammarrättsassessor Eskil Nord.

Till sekreterare förordnades den 1 augusti 1985 docent Leif Lindmark (deltid) och som biträdande sekreterare dåvarande departementssekreterare Dan Hjalmarsson (deltid). Den 12 augusti 1985 förordnades civilekonom Rolf Skog som biträdande sekreterare och därefter som sekreterare fr. o. m. den 14 april 1987. Fil.kand. Mats Isaksson förordnades som biträdande sekreterare fr. o. m. den 18 maj 1986. Lindmark och Hjalmarsson entledigades fr. o. m. den 1 augusti 1987. Hjalmarsson förordnades från samma dag som expert i kommittén.

Kommittén överlämnade i februari 1986 en kartläggningsrapport rörande ömsesidigt aktieäggande mellan svenska börsföretag (Ds I 1986:6).

Kommittén får härmed överlämna sitt huvudbetänkande. I enlighet med erhållna tilläggsdirektiv fortsätter kommittén sitt arbete med en undersökning av större företagsförvärv och fusioner i svenskt näringsliv.

Stockholm den 31 oktober 1988

Lennart Pettersson

Christer Eirefelt

Carl-Henrik Hermansson

Mats Lindberg

Per Westerberg

Rune Evensson

Rolf Kenneryd

Berit Oscarsson

/Rolf Skog

Mats Isaksson

Innehåll

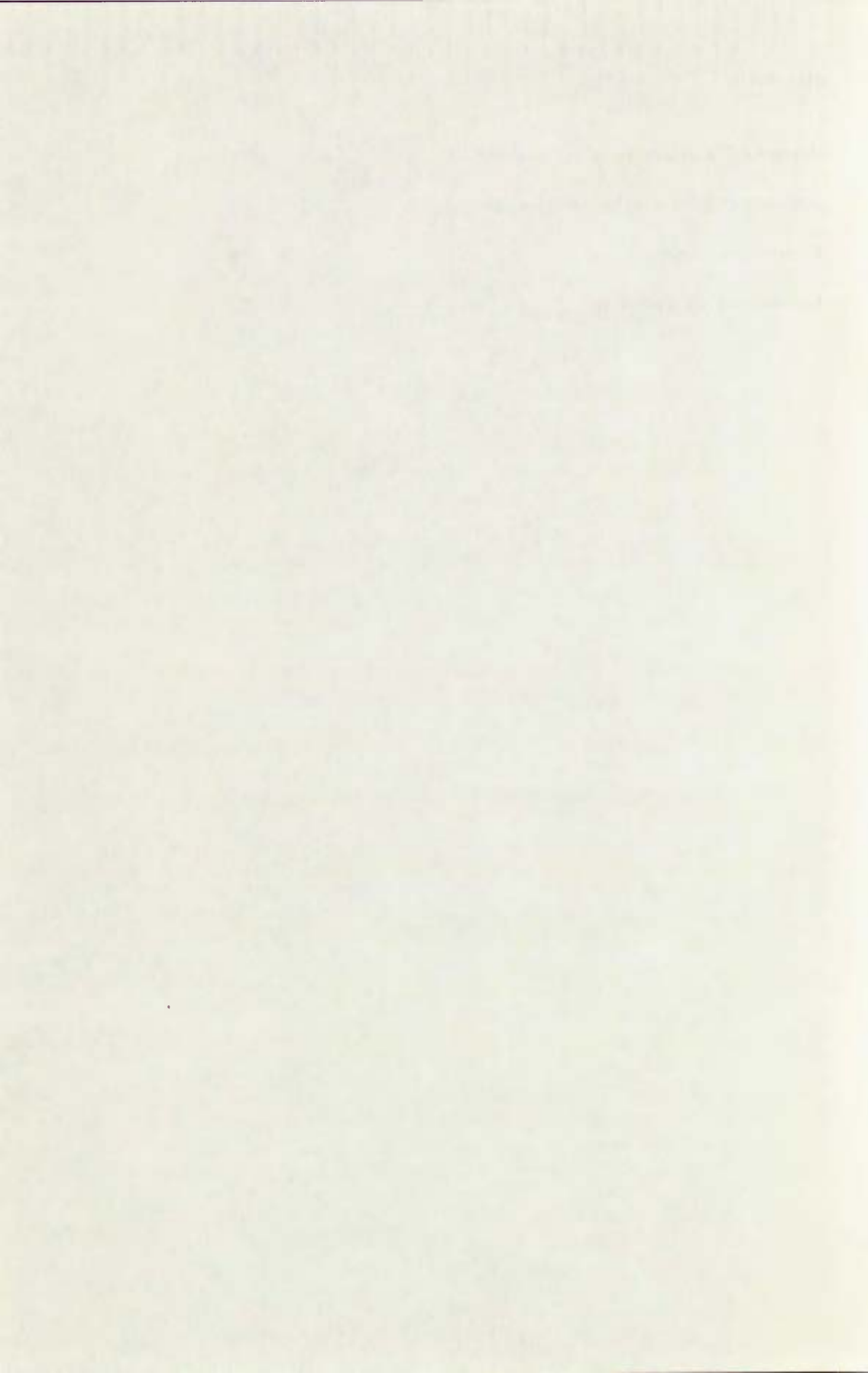
<i>Sammanfattning</i>	11
<i>1 Utredningens uppdrag</i>	25
1.1 Inledning	25
1.2 Utredningens direktiv	26
1.3 Uppdragets genomförande	27
1.4 Betänkandets disposition	30
<i>2 Tidigare kartläggningar av ägar- och inflytandestrukturen i det svenska näringslivet</i>	31
2.1 Inledning	31
2.2 Koncentrationsutredningen	31
2.3 Statens industriverk	34
2.4 Löntagarfondsutredningen	36
2.5 Röstvärdeskommittén	38
2.6 Sammanfattning	38
<i>3 Ägarutredningens kartläggning av ägar- och inflytandestrukturen i det svenska näringslivet – uppläggning och grundmaterial</i>	39
3.1 Inledning	39
3.2 Studerade näringsgrenar och företag	39
3.3 Utredningens kartläggning i relation till näringslivets produktions- och sysselsättningsstruktur	41
3.3.1 Den samlade produktionen	41
3.3.2 Export och import	42
3.3.3 Sysselsättning	44
3.4 Utredningens kartläggning i relation till aktiemarknaden	46
3.5 Grundmaterial	51
3.6 Sammanfattning	53
<i>4 Ägande och inflytande i storföretagen</i>	55
4.1 Inledning	55
4.2 Storföretagen år 1978 och år 1985	56
4.3 De privatägda svenska storföretagens ägar- och inflytandestruktur	60

4.3.1	Privatägda svenska storföretag på aktiemarknaden . . .	60
4.3.1.1	Antal ägare	65
4.3.1.2	Ägarkoncentration	67
4.3.1.3	Röstandelskoncentration	72
4.3.1.4	Inflytandekoncentration	81
4.3.1.5	Inflytande och kontroll	86
4.3.1.6	Ägarkategorier	88
4.3.1.7	Koncentration och kategorifördelning i ett längre tidsperspektiv samt utvecklingen fram till år 1988	105
4.3.1.8	Kontrollägarskiftet och företagsuppköp	109
4.3.1.9	Ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande	120
4.3.2	Privatägda svenska storföretag utanför aktiemarknaden	131
4.4	Stora ägare i det privata näringslivet	138
4.4.1	Stora ägare år 1985	139
4.4.2	Stora ägare år 1963, 1979 och 1985	141
4.4.2.1	Stora ägare såväl år 1963 som år 1985	142
4.4.2.2	Stora ägare som markant minskade sitt inflytan- de mellan år 1963 och år 1985	146
4.4.2.3	Stora ägare som markant ökade sitt inflytande mellan år 1963 och år 1979	148
4.4.2.4	Stora ägare som markant ökade sitt inflytande mellan år 1979 och år 1985	151
4.4.2.5	Stora ägare år 1963, 1979 och 1985 – en sam- manfattande bedömning	153
4.5	Konvertibler, teckningsoptioner m. m.	153
4.5.1	Konvertibler	153
4.5.2	Konvertibla vinstandelsbevis	154
4.5.3	Teckningsoptioner	155
4.5.4	Total omfattning	155
4.5.5	Inverkan på företagens ägar- och inflytandestruktur . .	156
4.5.6	Köp- och säljoptioner	158
4.6	Sammanfattning	158
5	Ägande och inflytande i utländskt näringsliv	165
5.1	Inledning	165
5.2	Ägande och inflytande i de nordiska ländernas näringsliv . . .	166
5.2.1	Norge	166
5.2.2	Danmark	169
5.2.3	Finland	171
5.3	Ägande och inflytande i vissa länder utom Norden	175
5.3.1	Frankrike	175
5.3.2	Föbundsrepubliken Tyskland	177
5.3.3	Storbritannien	179
5.3.4	Förenta staterna	181
5.3.5	Japan	185

5.4 Sammanfattning	187
6 Orsaker till förändringar i storföretagens ägar- och inflytande- struktur	191
6.1 Inledning	191
6.2 Aktiestockens fördelning på ägarkategorier	192
6.2.1 Hushållssektorn	195
6.2.1.1 Hushållssektorns totala investeringar	195
6.2.1.2 Hushållssektorns finansiella investeringar	198
6.2.1.3 Hushållssektorns totala innehav av finansiella tillgångar	202
6.2.1.4 Hushållssektorns innehav av börsnoterade aktier	204
6.2.2 Aktiefonder, aktiesparfonder och allemansfonder	209
6.2.2.1 Fondernas organisation och verksamhet	210
6.2.2.2 Fondernas investeringar och totala innehav av finansiella tillgångar	215
6.2.2.3 Fondernas innehav av börsnoterade aktier	218
6.2.3 Investmentföretag	218
6.2.3.1 Investmentföretagens organisation och verk- samhet	218
6.2.3.2 Investmentföretagens tillkomst och ägarstruk- tur	222
6.2.3.3 Investmentföretagens investeringar	224
6.2.3.4 Investmentföretagens innehav av börsnoterade aktier	227
6.2.4 Försäkringsföretag	227
6.2.4.1 Försäkringsföretagens organisation och verk- samhet	229
6.2.4.2 Försäkringsföretagens totala investeringar	232
6.2.4.3 Försäkringsföretagens totala innehav av finansiella tillgångar	237
6.2.4.4 Försäkringsföretagens innehav av börsnoterade aktier	239
6.2.5 Icke-finansiella företag	241
6.2.5.1 De icke-finansiella företagens totala investe- ringar	242
6.2.5.2 De icke-finansiella företagens finansiella inves- teringar	247
6.2.5.3 De icke-finansiella företagens totala innehav av finansiella tillgångar	252
6.2.5.4 De icke-finansiella företagens innehav av börs- noterade aktier	254
6.2.5.5 Tjugofemprocentsregeln	256
6.2.5.6 Valutaregleringen	258
6.2.6 Fjärde AP-fonden	260

6.2.6.1	Fjärde AP-fondens organisation och verksamhet	260
6.2.6.2	Fjärde AP-fondens investeringar och totala innehav av finansiella tillgångar	262
6.2.6.3	Fjärde AP-fondens innehav av börsnoterade aktier	266
6.2.6.4	Beslut om inrättande av en femte AP-fond ...	267
6.2.7	Löntagarfonderna	268
6.2.7.1	Löntagarfondernas organisation och verksamhet	268
6.2.7.2	Löntagarfondernas investeringar och totala innehav av finansiella tillgångar	269
6.2.7.3	Löntagarfondernas innehav av börsnoterade aktier	270
6.2.8	Utländska ägare	270
6.2.8.1	Begreppet utländska ägare	271
6.2.8.2	Regleringen av det utländska ägandet	271
6.2.8.3	Utländska ägares förvärv av svenska börsnoterade aktier	276
6.2.8.4	Utländska ägares innehav av svenska börsnoterade aktier	280
6.3	Koncentrationen i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur	282
6.3.1	Värdet av kontroll	282
6.4	Sammanfattning	288
7	<i>Effekter av förändringar i storföretagens ägar- och inflytandestruktur</i>	295
7.1	Inledning	295
7.2	Studier rörande ägande och effektivitet	296
7.2.1	Studier rörande koncentration	296
7.2.2	Studier rörande ägarkategorier	299
7.2.3	Studier rörande kontrollägarskiften	301
7.3	Utredningens principiella utgångspunkt	307
7.4	Utredningens sammanfattande slutsatser	311
7.4.1	Den ökade institutionaliseringen	311
7.4.2	Den ökade koncentrationen	316
7.4.3	Kontrollägarskiften och försvarsåtgärder	320
7.4.4	Övriga synpunkter	322
	<i>Reservationer och särskilda yttranden</i>	325
	<i>Appendix A</i> De 50 sysselsättningsmässigt största företagen i svenskt näringsliv år 1985	339
	<i>Appendix B</i> Koncentrationsmått	341

<i>Appendix C</i> Koncentrations- och kontrollmått	345
<i>Appendix D</i> Bilagor till huvudbetänkandet	347
<i>Utredningens direktiv</i>	349
<i>Utredningens tilläggsdirektiv</i>	355



Sammanfattning

Ägarutredningen erhöll i maj 1985 regeringens uppdrag att utreda ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv. Uppdraget innefattade en kartläggning av de förändringar som ägt rum i ägar- och inflytandestrukturen under de senaste tio åren, en analys av orsakerna till dessa förändringar samt en analys av förändringarnas betydelse för näringslivets effektivitet och förnyelseförmåga. I föreliggande betänkande redovisas resultatet av utredningens arbete.

Utredningen har kartlagt ägar- och inflytandestrukturen i samtliga företag med minst 500 anställda verksamma inom svenskt näringsliv. Utanför undersökningen faller i huvudsak endast vissa delar av den offentliga förvaltningen.

Vid den studerade periodens ingång, år 1978, fanns det i näringslivet omkring 300 storföretag med sammanlagt omkring en och en halv miljon anställda. En tredjedel av dessa företag köptes upp eller försvann av annat skäl ur storföretagspopulationen under perioden. Emellertid tillkom också ett betydande antal företag varför populationen antalsmässigt var i stort sett oförändrad vid periodens slut.

Två tredjedelar av storföretagen var privatägda svenska företag, medan resterande företag kontrollerades av offentliga ägare, föreningar eller utländska intressen. De privatägda företagen svarade också för omkring två tredjedelar av den sammanlagda sysselsättningen i storföretagen.

De privatägda storföretagen kan indelas i företag på respektive utanför aktiemarknaden. Antalsmässigt återfanns ett hundratal företag i respektive kategori, men storleksmässigt var aktiemarknadsföretagen helt dominerande. I sysselsättningstermer svarade de för omkring 90 % av antalet anställda i de privatägda storföretagen. Utredningens intresse har därför i första hand riktats mot privatägda storföretag som också är aktiemarknadsföretag.

Den första aspekt av företagens ägarstruktur utredningen studerat är **antalet ägare**. En mycket stor spännvidd föreligger i det avseendet mellan företagen, från 400 till drygt 150 000 ägare. Bland de privatägda storföretag som återfanns på aktiemarknaden såväl år 1978 som tio år senare ökade det genomsnittliga antalet ägare kraftigt, framför allt under periodens allra sista år. I genomsnitt hade dessa företag 19 000 ägare vid periodens början och 27 000 ägare vid dess slut.

Vad gäller **ägarnas fördelning på ägarkategorier** visar utredningens kartläggning på en fortsatt institutionalisering. Utredningen har i samarbete med SCB genomfört en fullständig genomgång av ägandet i samtliga börsföretag avseende situationen vid årsskiftet 1985–1986 och jämfört ägarnas kategoritillhörighet med förhållandet vid 1970-talets slut. Det har därvid konstaterats att nedgången i de fysiska personernas direktägda andel av börsvärdet under 1980-talets första hälft var drygt tio procentenheter. Vid årsskiftet 1985–1986 uppgick deras andel av börsvärdet till omkring en fjärdedel. Preliminära uppgifter för våren 1988 visar att denna utveckling fortsatt och att de fysiska personernas andel gått tillbaka med ytterligare ett par procentenheter.

Förskjutningen från individuellt till institutionellt ägande har fortgått under hela efterkrigstiden. I ett längre tidsperspektiv bör denna utveckling betraktas i ljuset av å ena sidan storföretagens expansion och behov av riskkapital och å andra sidan den förskjutning i sparande och uppbyggnad av finansiella tillgångar som ägt rum i ekonomin, från hushåll till institutioner.

En stor del av det totala börsvärdet är hänförligt till ett begränsat antal företag, av vilka flertalet ursprungligen hade en tydlig ägarmässig anknytning till en eller ett par familjer. I samband med fortlöpande behov av riskkapitaltillskott har många av dessa familjer funnit det nödvändigt att låta andra teckna aktier i företagen. De ursprungliga ägarnas andel av aktiestocken har därigenom successivt minskat och detsamma har gällt röstandelen i den mån denna inte behållits med hjälp av röststarka aktier.

En aktiv fördelningspolitik från statsmakternas sida har samtidigt medverkat till att utvecklingen endast i begränsad utsträckning motverkats av nya fysiska personers inträde i företagens krets av större ägare. En allt större del av aktiestocken har i stället kommit att innehas av institutioner för vilka framför allt de skattemässiga betingelserna för ackumulering av kapital och placeringar i aktier är mer gynnsamma än för fysiska personer.

Det angreppssätt utredningen använt för att analysera förskjutningarna i aktiestockens fördelning på ägarkategorier under den förhållandevis korta period utredningen studerat innebär att varje kategoris innehav av börsaktier vid en viss tidpunkt betraktats som resultatet av kontinuerliga val mellan olika investeringsalternativ och att orsakerna till de inträffade förskjutningarna söktes i faktorer som påverkat utfallet av dessa val. Betydande vikt har därvid tillmätts ägarkategoriernas finansiella ställning, förväntad avkastning och risk på olika investeringsalternativ samt legala restriktioner som vidlåder olika ägarkategoriernas investeringsmöjligheter.

Beträffande den fortsatta tillbakagången för den av *fysiska personer* direktägda andelen av aktiestocken ger en sådan analys vid handen att såväl bruttosparandet som upplåningen i hushållssektorn gick tillbaka under 1980-talets första hälft. Den därigenom sjunkande totala investeringsnivån innefattade en nedgång i såväl de reala som finansiella investeringarna. Hushållen nettosålde varje år under perioden börsnoterade aktier. Därtill skall läggas att hushållen i opropotionellt låg utsträckning deltog i de

nyemissioner av aktier som genomfördes under perioden.

Nettoförsäljningen av aktier liksom det låga nyemissionsdeltagandet kan till viss del ses som ett resultat av de möjligheter till skattemässigt mer gynnsamma, indirekta, placeringar i aktier som under perioden uppkom i form av aktiespar- och allemansfonder. Det är emellertid också nödvändigt att beakta den inverkan som den mycket kraftiga värdestegringen på aktier i förhållande till andra finansiella tillgångsslag hade på sammansättningen av hushållens totala innehav av finansiella tillgångar. Trots nettoförsäljningarna ökade börsaktiernas andel av hushållssektorns finansiella tillgångar från drygt 8 % till närmare 15% under perioden. Med hänsyn till det risktagande som en investering i aktier innebär kan nettoförsäljningen därför till viss del också tolkas som en omvandling till andra, mindre riskfyllda, tillgångsslag.

Det skall dock understrykas att hushållssektorn är en mycket heterogen grupp ägare och att långt ifrån alla fysiska personer nettosålde aktier under perioden. Tvärtom fanns det också fysiska personer som förvärvade stora andelar i enskilda företag och därigenom uppnådde ett betydande inflytande i näringslivet.

Spegelbilden av den minskade andelen för svenska fysiska personer är en ökad andel för framför allt svenska institutionella ägare, men också för utländska ägare. En kategori bland de institutionella ägarna som i större utsträckning än någon annan kan betraktas som mellanhandsägare för fysiska personers aktieinvesteringar är *aktiefonder*. Dessa hade länge en mycket ringa utbredning i det svenska näringslivet och innehade år 1978 aktier motsvarande endast omkring 1 % av börsvärdet. De möjligheter till skattesubventionerat sparande i *aktiesparfonder* som då infördes resulterade emellertid i en ökning av såväl antalet andelsägare som fondernas innehav av börsaktier. Utvecklingen påskyndades då skattefondsparandet ersattes av en möjlighet till sparande i *allemansfonder* våren 1984. Sammantaget medförde införandet av skattesubventioner att fondernas andel av börsvärdet ökade till knappt 6 % vid utgången av år 1985. Uppgången har därefter fortsatt.

Fondernas innehav utgörs som regel av mycket begränsade poster i ett stort antal företag, vilket till viss del är en följd av att varje fond enligt lag får inneha högst 5 % av röstetalet i ett enskilt företag. Trots den markant ökade andelen av börsvärdet saknar därför fonderna nämnvärt inflytande i företagen.

Investmentföretag har i likhet med aktiefonder till uppgift att äga och förvalta aktier i andra företag. I ett inflytandeperspektiv är emellertid investmentföretag väsentligt mer betydelsefulla dels av det skälet att de själva ofta har kontrollerande ägare, dels för att de ofta förekommer som stora ägare i enskilda företag. Investmentföretagen innehar också en betydligt större andel av börsvärdet.

Under perioden 1978–1985 nettoköpte investmentföretagen aktier i en omfattning som något översteg börsaktiestockens expansion och ökade därigenom något sin andel av det totala börsvärdet. Börsnoterade invest-

ment- och förvaltningsföretag innehade vid periodens slut aktier till ett värde motsvarande omkring 16 % av det totala börsvärdet. Investmentföretagens nettoköp finansierades emellertid i betydande utsträckning genom upptagande av lån. Bruttosparandet i investmentföretagssektorn var totalt sett negativt och med enstaka undantag genomförde företagen inte några nyemissioner på marknaden. Det senare torde delvis bero på de regler som gäller för beskattning av investmentföretagens realisationsvinster vid aktieförsäljningar, vilka kan anses bidra till att kursen på investmentföretagens aktier är lägre än vad som motsvaras av värdet på deras aktieinnehav. Preliminära uppgifter visar på en svag nedgång i investmentföretagens andel av börsvärdet efter år 1985.

I Sverige liksom i många andra länder kanaliseras allt större mängder kapital till *försäkringsföretag*, vilka utvecklats till mycket stora aktörer på kapitalmarknaden. Försäkringsföretagens intäkter i form av premieinkomster och direktavkastning mer än fördubblades under perioden 1978–1985, vilket skapade utrymme för en ökning av deras totala investeringar. Legala restriktioner och rekommendationer från riksbankens sida medförde dock att placeringarna endast till mindre del avsåg riskfyllda objekt, exempelvis aktier. Nettoinvesteringarna i börsnoterade aktier varierade kraftigt mellan olika år, men var totalt sett positiva under perioden. Sammantaget motsvarade de emellertid inte helt börsaktiestockens expansion, vilket medförde att försäkringsföretagens andel av börsvärdet minskade från 13 % vid periodens början till 11 % vid dess slut. Därefter synes andelen åter ha ökat med ett par procentenheter.

Försäkringsföretag får enligt gällande regler inte inneha aktier motsvarande mer än 5 % av röstetalet i ett enskilt företag. I allt väsentligt utgörs därför deras aktieinnehav av röstandelsmässigt begränsade poster i ett stort antal företag. Det största försäkringsföretaget, Skandia, innehade vid utgången av år 1985 aktier i drygt ett hundra aktiemarknadsföretag med en genomsnittlig röstandel på 2 %.

Som en särskild kategori institutionella ägare kan *fjärde AP-fonden och löntagarfonderna* betraktas. Dessa har tillkommit efter beslut från riksdagens sida. Riksdagen beslutar i grunden också om fondernas storlek och placeringsinriktning. Av de placeringar som fjärde AP-fonden genomförde under perioden 1978–1985 avsåg mindre än hälften börsnoterade aktier. Fondens andel av börsvärdet var i stort sett densamma vid periodens slut som vid dess början, drygt 2 %, och har därefter ökat endast obetydligt. Löntagarfondernas andel av börsvärdet var vid utgången av år 1985 knappt 1 %. Därefter har andelen stigit till omkring 2 %.

Fjärde AP-fondens möjligheter att förvärva börsaktier i enskilda företag är begränsad till 10 % av röstetalet och var och en av löntagarfonderna fick under den studerade perioden inneha högst 8 % av röstetalet i ett enskilt börsföretag. I samband med riksdagens beslut våren 1988 att inrätta en femte AP-fond, sänktes gränsen för löntagarfondernas andel till 6 % av röstetalet. Såväl fjärde AP-fondens som löntagarfondernas börsaktieinne-

hav utgörs mot denna bakgrund i allt väsentligt av begränsade andelar i en stor mängd företag.

Den i ett inflytandeperspektiv mest markanta förskjutningen i börsaktie-stockens fördelning på ägarkategorier är emellertid inte hänförlig till institutioner som har till uppgift att förmedla sparade medel till investeringar i näringslivet, utan till *icke-finansiella börsföretags* innehav av aktier i andra börsföretag. Bruttosparandet i företagssektorn steg markant under den studerade perioden, vilket kom till uttryck i en ökning av såväl de reala som finansiella investeringarna. Investeringsuppgången var dock väsentligt mer markerad för de sistnämnda, vilket skall ses i ljuset av bl. a. den betydande förskjutning som vid mitten av 1970-talet ägde rum i relativ avkastning på materiellt och finansiellt kapital. I takt med kapitalmarknadens avreglering och framväxten av en fungerande penningmarknad kom företagens finansiella investeringar också i större utsträckning än tidigare att avse andra placeringar än traditionell bankinlåning och rörelseanknutna fordringar.

Utredningens kartläggning visar att börsnoterade icke-finansiella företag vid utgången av år 1985 innehade aktier motsvarande drygt 9 % av det totala börsvärdet, vilket var en mer än dubbelt så stor andel som år 1978. Andelsförskjutningen var till övervägande del en följd av att företagen förvärvade stora och från inflytandesynpunkt betydelsefulla andelar i andra företag. Icke-finansiella företag kom under perioden i allt större utsträckning att ta över fysiska personers roll som kontrollerande ägare i enskilda företag.

Icke-finansiella företag är inte skattskyldiga för utdelningsinkomster på aktieinnehav motsvarande minst 25 % av röstetalet i ett annat företag. Utredningen har i enlighet med sina direktiv analyserat vilken betydelse denna s.k. *tjugofemprocentsregel* haft för de icke-finansiella företagens aktieförvärv. Utredningen menar att regeln inte är av avgörande betydelse för förvärv av aktieposter motsvarande 25 % eller mer av röstetalet i ett enskilt företag. Det ökade risktagande som ofta följer med ett så stort innehav torde endast undantagsvis uppvägas av skattefrihet på utdelningarna. Däremot kan tjugofemprocentsregeln på marginalen ge anledning att öka ett förestående förvärv eller tidigare innehav från strax under till strax över 25 %.

På motsvarande sätt har utredningen uppmärksammat *valutaregleringens betydelse* för de icke-finansiella företagens aktieförvärv och ökade andel av börsvärdet. Utredningen anser det sannolikt att valutaregleringens förbud mot portföljinvesteringar utomlands bidrog till vissa större företags portföljplaceringar på den svenska aktiemarknaden under den studerade perioden, men finner det osannolikt att förbudet hade annat än marginell betydelse för företagens ökade andel av börsvärdet. Den senare förskjutningen är i allt väsentligt en följd av stora placeringar i enskilda företag, vilka inte kan anses vara substitut till portföljinvesteringar utomlands.

Stiftelser skiljer sig från övriga institutionella ägare i det grundläggande avseendet att de saknar en egen, slutlig, ägarkrets. Ägarkategorin stiftelser är också mycket heterogen. Den inbegriper ideella stiftelser, företagsan-

knutna pensions- och personalstiftelser, rörelsedrivande stiftelser samt familjestiftelser. Utredningens kartläggning antyder en nedgång i stiftelsernas andel av börsvärdet, men denna uppgift är mycket osäker. Det är dock uppenbart att stiftelser som inte fortlöpande tillförs nya medel saknar möjlighet att på lång sikt behålla sin andel av börsvärdet då börsaktiestocken expanderar.

Den svenska aktiemarknaden utmärktes under den studerade perioden också av en tilltagande internationalisering. I börsföretagen återspeglades denna utveckling i en fördubbling av den *utlandsägda andelen* av aktiestocken, från omkring 4 % år 1978 till omkring 8 % år 1985. En tidigare nettoimport av svenska börsnoterade aktier förbyttes under perioden 1981–1986 i en omfattande nettoexport. Ett nytt omslag skedde dock under andra halvåret 1986, varefter Sverige åter nettoimporterat svenska aktier från utlandet och den utlandsägda andelen av börsvärdet gått tillbaka med ett par procentenheter.

Enligt utredningens mening var nettoexporten av svenska aktier under 1980-talets första hälft en följd av faktorer hänförliga till dels de utländska ägarna, dels de svenska företagen. Den allmänna likviditetsökningen i världsekonomin ökade placeringskapaciteten hos en rad utländska företag och fonder och den internationellt sett kraftiga kursuppgången på Stockholms fondbörs drog en del av dessa placeringar till den svenska aktiemarknaden. De ökade utländska förvärven av svenska börsaktier var emellertid också en följd av ett betydande antal nyemissioner riktade till utlandet och introduktioner av svenska företags aktier på utländska marknader. En grundläggande förutsättning för utvecklingen var dock den liberalisering av valutaregleringen som genomfördes under perioden.

Vad gäller **koncentrationen i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur** kan en påtaglig ökning konstateras under perioden. Den största ägarens andel av *aktiekapitalet* i de enskilda företagen uppgick år 1978 till i genomsnitt 20 %, medan den år 1988 var 29 %. Ett omfattande bruk av aktieslag med olika röstvärden medförde att *röstandelskoncentrationen* i flertalet av företagen var väsentligt högre än kapitalandelskoncentrationen. Den största ägarens andel av röstetalet år 1978 uppgick till 27 % och år 1988 till 41 %. Bruket av röstvärdesdifferenser ökade också under perioden. Vid periodens början hade omkring hälften av företagen aktieslag med olika röstvärden, medan motsvarande andel vid periodens slut var drygt tre fjärdedelar.

För att fastställa koncentrationsgraden i företagens *inflytandestruktur* är det dessutom nödvändigt att lägga samman aktieposter tillhöriga ägare som i ett inflytandeperspektiv kan anses höra ihop. Så är exempelvis fallet om ägarna i fråga har en gemensam slutägare eller om deras agerande är reglerat i ett konsortialavtal. Efter en sådan sammanslagning uppgick den största ägarens genomsnittliga andel av röstetalet år 1978 till 34 % och tio år senare till 47 %. I närmare hälften av företagen innehade en ägare eller ägargrupp ensam majoritet i röstetalet.

Den genomsnittligt sett ökade koncentrationen i de enskilda företagens

ägar- och inflytandestruktur är till övervägande del ett resultat av de förändringar i populationens sammansättning som ägde rum under perioden. De företag som bortföll ur populationen under perioden hade visserligen en ägar- och inflytandestruktur som genomsnittligt sett överensstämde med de bestående företagen, men de som tillkom i populationen hade en väsentligt mer koncentrerad ägar- och inflytandestruktur. De tillkomna företagen var med enstaka undantag betydligt mindre än de bestående företagen och en stor del av dem kontrollerades av en familj eller ett icke-finansiellt företag, ofta på basis av röststarka aktier.

Koncentrationen i ägar- och inflytandestrukturen ökade emellertid även i flertalet av de storföretag som kvarstod på aktiemarknaden under hela perioden. Den största ägarens genomsnittliga andel av röstetalet i dessa företag uppgick efter sammanslagning av inflytandemässigt närstående ägare till 33 % år 1978. Tio år senare var andelen 39 %. Bland dessa företag återfinns flertalet av de företag som kan anses utgöra kärnan i svenskt näringsliv och som svarar för en betydande andel av näringslivets sysselsättning och export. Vid en samlad bedömning av koncentrationsutvecklingen i företagen bör därför dessa företag tillmätas särskild betydelse.

Koncentrationsökningen i de bestående företagen var nära förknippad med den fortgående institutionaliseringen av företagens ägarkrets. Koncentrationsökningen kom i allt väsentligt till stånd genom att institutionella ägare, främst investmentföretag och icke-finansiella företag, ökade sina andelar av företagens aktiekapital och röstetal, medan fysiska personer minskade sina andelar.

Nära förknippad med koncentrationsutvecklingen i de enskilda företagen är den under perioden ökade förekomsten av **kontrollägarskiften**. Utredningen har kartlagt samtliga kontrollägarskiften fr.o.m. år 1978 bland de närmare 100 storföretag som då återfanns på aktiemarknaden. Kartläggningen visar att närmare hälften av dessa företag hade en ny kontrollerande ägare år 1988 och att dessa kontrollägarskiften i stor och ökande utsträckning kom till stånd genom offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden. Bland kontrollägarskiften av detta slag under perioden märks bl. a. Electrolux köp av Gränges år 1980, Volvos köp av Beijerinvest 1981, Bofors köp av Kema Nobel 1984, Trelleborgs köp av Boliden 1987 och Nordstjernans köp av ABV 1988. Bland företag som under perioden erhöll nya kontrollerande ägare utan att bli föremål för uppköp kan nämnas Bofors, Munksjö och Sandvik.

Utredningen erhöll i maj 1988 tilläggsdirektiv att studera ett tiotal större företagsförvärv i svenskt näringsliv. Inom ramen för dessa studier kommer utredningen att mer detaljerat belysa drivkrafterna bakom och effekterna av kontrollägarskiften och företagsuppköp. Detta arbete skall vara avslutat vid halvårsskiftet 1989.

Ett inslag i de svenska storföretagens ägarstruktur som under senare år ägnats betydande intresse i debatten och som i viss utsträckning kan betraktas som en reaktion på den ökade förekomsten av kontrollägarskiften

och företagsuppköp är **ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande**, även kallat korsvist äggande.

Utredningen presenterade vid årsskiftet 1985–1986 en kartläggning av ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande bland svenska börsföretag. Vid en förnyad kartläggning våren 1988 har utredningen kunnat konstatera en viss nedgång i antalet ägarsamband av detta slag. Alltjämt är emellertid ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande förhållandevis vanligt bland aktiemarknadsföretagen. Våren 1988 förekom det mellan aktiemarknadsföretag 26 fall av ömsesidigt äggande där företagen innehade minst två procent av varandras aktiekapital eller röstetal. I genomsnitt uppgick röstandelen i dessa samband till 14 %. Därtill skall läggas flera fall av cirkulärt äggande bland aktiemarknadsföretagen samt ett inte obetydligt antal såväl ömsesidiga som cirkulära ägarsamband mellan aktiemarknadsföretag och företag utanför aktiemarknaden. Den förnyade kartläggningen ger också vid handen att några av de företag som i större utsträckning än andra använde sig av ömsesidigt och cirkulärt äggande vid årsskiftet 1985–1986 i minst lika stor utsträckning gjorde det våren 1988. Bland dessa finns några av landets allra största företag.

Utredningen har också studerat ägar- och inflytandestrukturen på en mer övergripande nivå och kartlagt förekomsten av **ägare med inflytande i flera företag**. Det har därvid konstaterats att ett begränsat antal ägare kontrollerar stora delar av produktion och sysselsättning i den privatägda delen av svenskt näringsliv. Släkten Wallenberg har under flera decennier varit den i särklass största ägaren i detta avseende, närmast följd av Svenska Handelsbanks-gruppen. Betydande förändringar präglar däremot övriga stora ägares inflytandepositioner. Många av dem som för ett tiotal år sedan var betydelsefulla ägare har sedan dess förlorat sitt inflytande, medan andra ägare och ägargrupper trätt i deras ställe. Bland de ägare som på detta sätt försvunnit märks exempelvis släkterna Broström, Kockum och Salén och bland tillkomna ägare kan nämnas Anders Wall, Erik Pensar och familjen Lundberg. Som nya och mycket stora ägare har under senare år också framträtt icke-finansiella företag. Det gäller framför allt företagen Volvo och Skanska, vilka till följd av omfattande ömsesidiga och cirkulära ägarsamband själva saknar kontrollerande ägare. Flera tecken tyder på att ägarkoncentrationen i näringslivet på denna övergripande nivå ökat. Det är dock enligt utredningens mening inte möjligt att beskriva en sådan utveckling i ett sammanfattande koncentrationsmått.

I syfte att skapa en **internationell referensram** till de förändringar som kunnat iakttas i det svenska näringslivets ägarstruktur, har utredningen låtit genomföra särskilda studier av ägarstrukturens utseende och utveckling i dels de nordiska länderna, dels Frankrike, Förbundsrepubliken Tyskland, Storbritannien, Förenta staterna och Japan.

Den internationella översikten ger vid handen att institutionaliseringen av aktieäggandet har sin motsvarighet i samtliga studerade länder. Det är dock delvis olika typer av institutioner som står bakom denna utveckling.

I fråga om koncentrationen i företagens ägar- och inflytandestruktur uppvisar de studerade länderna däremot en mer splittrad bild. I de nordiska länderna synes ägarkoncentrationen i enskilda företag påminna om förhållandena i svenska företag. Detsamma kan i viss mån sägas gälla de tyska, franska och japanska storföretagen, medan amerikanska och brittiska storföretag som regel präglas av en mer spridd ägarstruktur.

I flera av de studerade länderna förekommer s.k. sfärer, i vilka företag inflytandemässigt är förbundna med varandra. Störst utbredning har detta i Japan, där flertalet börsföretag är knutna till någon finansiell eller industriell grupp. Ett annat land där sådana grupper har stor utbredning är Frankrike och i viss utsträckning existerar detta fenomen även i det västtyska näringslivet. Någon direkt motsvarighet synes däremot inte finnas i det brittiska eller amerikanska näringslivet.

Det ökade antal kontrollägarskiftet genom offentliga uppköpserbjudanden som präglat den svenska aktiemarknaden under senare år har sin motsvarighet i flera länder. Utvecklingen har varit särskilt markerad i Förenta staterna och Storbritannien, där uppköpen också föranlett företagens styrelser och verkställande ledningar att vidta en rad försvarsåtgärder i syfte att försvåra nya ägares inträde i företagen.

Den svenska aktiebolagslagen tillåter företag att ge ut aktieslag med olika röstvärden, men begränsar röstvärdesskillnadernas storlek så att inte någon aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för en annan aktie. En medelväg har därmed valts mellan att helt förbjuda röstvärdesdifferenser och att tillåta obegränsade skillnader i röstvärde. Båda dessa ytterligheter finns representerade bland de studerade länderna.

De uppgifter utredningen haft att tillgå tyder emellertid på att möjligheten till röstvärdesdifferentiering utnyttjas i större utsträckning i Sverige än i flertalet övriga studerade länder. I Storbritannien och Förenta staterna, där bolagslagstiftningen i princip tillåter obegränsade röstvärdesdifferenser, är aktieslag med olika röstvärden mycket ovanliga.

Det ömsesidiga och cirkulära aktieägandets utbredning i det svenska näringslivet synes sakna direkt motsvarighet i övriga studerade länder utom Japan. I Frankrike och Förbundsrepubliken Tyskland uppställs sedan länge generella legala begränsningar för sådana ägarsamband och i Förenta staterna tillåts inte investmentföretag ingå i ömsesidiga eller cirkulära ägarsamband motsvarande mer än 3 % av röstetalet i ett annat företag.

Utredningens bedömningar

I den sista delen av utredningens uppdrag reses frågan om vilken betydelse förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen haft för effektiviteten i enskilda företag, för näringslivets kapitalförsörjning och för fördelningen av kapital mellan olika företag och branscher. Utredningen skall särskilt beakta om förändringarna givit upphov till inlåsningseffekter som kan hämma en snabb överföring av kapital från stagnerande till expanderande företag eller branscher.

En vedertagen och sammanhållen modell för att analysera ägar- och inflytandestrukturens betydelse för näringslivets effektivitet och förnyelseförmåga existerar inte. Ägarstrukturfrågor är ett relativt nytt område inom ekonomisk forskning och teorin på området har i flera avseenden karaktär av preliminära hypoteser. Utredningen har företagit en utförlig genomgång av de teoretiska och empiriska studier som gjorts inom området och redovisar i betänkandet studiernas huvudsakliga resultat.

Resultaten av de studier som analyserat samband mellan å ena sidan koncentration och kategorifördelning i ägarstrukturen och å andra sidan företagens effektivitet, är motstridiga och ofta svårtolkade. Den bakomliggande teorin är i vissa avseenden utvecklad och betydande metodproblem gör sig gällande vid studiernas genomförande. Enligt utredningens mening är det inte möjligt att på basis av sådana studier generellt ange vilken betydelse den fortsatta institutionaliseringen eller den ökade koncentrationen i de svenska storföretagens ägarstruktur haft för företagens effektivitet och förnyelseförmåga.

Vid varje tidpunkt uppvisar näringslivet en rik flora av företag i olika utvecklingsstadier och med olika verksamhetsinriktning. Ett rimligt antagande är att denna variation kräver flexibilitet även i ägarstrukturen. Ett visst stöd för detta antagande ger studier som behandlat sambandet mellan kontrollägarskiften och effektivitet, men även dessa måste tolkas och appliceras på svenska förhållanden med största försiktighet. De sammanfattande bedömningar av utvecklingen under perioden som utredningen redovisar tar mot denna bakgrund utgångspunkt i en mer principiell syn på drivkrafterna bakom näringslivets utveckling och den roll som i det sammanhanget kan anses tillkomma företagens ägare.

Till denna del av betänkandet har vissa av utredningens ledamöter och sakkunniga fogat reservationer och särskilda yttranden.

Den ökade institutionaliseringen

Den fortlöpande institutionalisering som under hela efterkrigstiden präglar det svenska näringslivets ägarstruktur är i grunden ett uttryck för långtgående förskjutningar i kapitalbildningen mellan olika sektorer i ekonomin. Motsvarande utveckling kan iakttas i de flesta andra västländer. Det är också uppenbart att många svenska storföretag nått en sådan storlek att de mycket stora kapitalbehov som tidvis uppkommer i företagen kräver att det i ekonomin också existerar kapitalkällor av sådan storlek att de i realiteten måste vara av institutionell karaktär. *Utredningen anser det därför inte vara realistiskt att i avgörande utsträckning basera näringslivets kapitalförsörjning på fysiska personers direktägande av aktier.*

Det är emellertid *samtidigt av vikt att de fysiska personernas direktägande av aktier inte ytterligare minskar.* För att aktiemarknaden skall fungera väl krävs bl. a. att handeln sker mellan ett någorlunda stort antal av varandra oberoende aktörer. Ett brett enskilt aktieäggande ökar också kraven på öppenhet och bevakning av aktiemarknaden, vilket på lång sikt är av

betydelse för dess förmåga att till låga kostnader kanalisera riskkapital till företagen.

Enligt utredningens mening är det önskvärt att en bättre balans åstadkommes mellan villkoren för direkt och indirekt aktieäggande. Med hänsyn till pågående utredningar inom skatteområdet har ägarutredningen inte funnit skäl att närmare diskutera vilka åtgärder som i detta syfte skulle kunna komma i fråga. Som en i flera avseenden intressant åtgärd vill utredningen dock peka på möjligheten att medge småsparare i aktier uppskov med beskattning av realisationsvinster från aktieförsäljningar som återinvesteras på aktiemarknaden.

För att kunna möta de krav på kapital för skilda ändamål som ställs av befintliga företag och inte minst för att kunna svara mot de behov som ofta uppkommer i samband med att nya verksamheter och affärsidéer introduceras i näringslivet, är det *nödvändigt att befintliga riskkapitalkällor uppvisar en inbördes variation i fråga om kompetensområde, placeringsinriktning, tidshorizont och riskbenägenhet.* Det är av samma skäl också *nödvändigt att nya kapitalkällor kan etableras i ekonomin.* Den förmåga till förnyelse och omställning som präglar en framgångsrik strukturuomvandling i näringslivet måste motsvaras av en förändringsförmåga i riskkapitalutbudet.

Utredningen anser det mot denna bakgrund vara *av vikt att de institutionella ägarna i näringslivet uppvisar en inbördes variation vad avser uppbyggnad och huvudmannaskap* så att förutsättningar skapas för en pluralism i bedömningen av olika investeringsprojekt. I det perspektivet utgör *offentliga och kollektiva ägare ett betydelsefullt komplement till det privata ägandet.* Utbudet av offentligt och kollektivt ägt kapital på aktiemarknaden ökar mångfalden i näringslivets riskkapitalförsörjning och bidrar till en bred prövning av olika investeringsprojekt.

En ägarkategori som traditionellt ansetts spela en viktig roll i näringslivets strukturuomvandling är investmentföretag. De har också till skillnad från andra finansiella intermediärer, såsom aktiefonder och försäkringsföretag, större möjlighet att utöva en aktiv ägarfunktion i företagen. Utredningen anser det vara av vikt att investmentföretag även i framtiden kan fullgöra en sådan funktion i de svenska storföretagen. Med hänsyn till detta *bör inom ramen för den pågående översynen av skattelagstiftningen prövas huruvida investmentföretagens skattemässiga situation bör förändras.*

De icke-finansiella företagen ökade kraftigt sin andel av börsvärdet under perioden och förekom i allt större utsträckning som kontrollerande ägare i andra företag. Flera industriföretag utvecklades till betydande mellanhandsägare på aktiemarknaden, vilket medförde att de ägarfunktioner som skulle kunnat utövas av enskilda aktieägare övertogs av företagen.

Risken för att kapital på ett omotiverat sätt hålls kvar i företagen och undandras de slutliga ägarnas prövning har uppmärksamats i direktiven till utredningen om reformerad företagsbeskattning. Den skall bl. a. ta ställning till vilka ändringar i gällande skatteregler som kan genomföras för att stimulera kapitalet till ökad rörlighet mellan olika företag och branscher.

En vedertagen och sammanhållen modell för att analysera ägar- och inflytandestrukturens betydelse för näringslivets effektivitet och förnyelseförmåga existerar inte. Ägarstrukturfrågor är ett relativt nytt område inom ekonomisk forskning och teorin på området har i flera avseenden karaktär av preliminära hypoteser. Utredningen har företagit en utförlig genomgång av de teoretiska och empiriska studier som gjorts inom området och redovisar i betänkandet studiernas huvudsakliga resultat.

Resultaten av de studier som analyserat samband mellan å ena sidan koncentration och kategorifördelning i ägarstrukturen och å andra sidan företagens effektivitet, är motstridiga och ofta svårtolkade. Den bakomliggande teorin är i vissa avseenden utvecklad och betydande metodproblem gör sig gällande vid studiernas genomförande. Enligt utredningens mening är det inte möjligt att på basis av sådana studier generellt ange vilken betydelse den fortsatta institutionaliseringen eller den ökade koncentrationen i de svenska storföretagens ägarstruktur haft för företagens effektivitet och förnyelseförmåga.

Vid varje tidpunkt uppvisar näringslivet en rik flora av företag i olika utvecklingsstadier och med olika verksamhetsinriktning. Ett rimligt antagande är att denna variation kräver flexibilitet även i ägarstrukturen. Ett visst stöd för detta antagande ger studier som behandlat sambandet mellan kontrollägarskiften och effektivitet, men även dessa måste tolkas och appliceras på svenska förhållanden med största försiktighet. De sammanfattande bedömningar av utvecklingen under perioden som utredningen redovisar tar mot denna bakgrund utgångspunkt i en mer principiell syn på drivkrafterna bakom näringslivets utveckling och den roll som i det sammanhanget kan anses tillkomma företagens ägare.

Till denna del av betänkandet har vissa av utredningens ledamöter och sakkunniga fogat reservationer och särskilda yttranden.

Den ökade institutionaliseringen

Den fortlöpande institutionalisering som under hela efterkrigstiden präglat det svenska näringslivets ägarstruktur är i grunden ett uttryck för långtgående förskjutningar i kapitalbildningen mellan olika sektorer i ekonomin. Motsvarande utveckling kan iakttas i de flesta andra västländer. Det är också uppenbart att många svenska storföretag nått en sådan storlek att de mycket stora kapitalbehov som tidvis uppkommer i företagen kräver att det i ekonomin också existerar kapitalkällor av sådan storlek att de i realiteten måste vara av institutionell karaktär. *Utredningen anser det därför inte vara realistiskt att i avgörande utsträckning basera näringslivets kapitalförsörjning på fysiska personers direktägande av aktier.*

Det är emellertid *samtidigt av vikt att de fysiska personernas direktägande av aktier inte ytterligare minskar.* För att aktiemarknaden skall fungera väl krävs bl. a. att handeln sker mellan ett någorlunda stort antal av varandra oberoende aktörer. Ett brett enskilt aktieäggande ökar också kraven på öppenhet och bevakning av aktiemarknaden, vilket på lång sikt är av

Utredningens kartläggning har visat att vissa av de ägarkategorier som svarar för en betydande del av näringslivets riskkapitalförsörjning endast undantagsvis förekommer som kontrollägare i de enskilda företagen. I betydande utsträckning torde detta vara en följd av en avsiktlig placeringsstrategi från ägarnas sida. För flera stora och växande institutionella ägare som aktiefonder, aktiesparfonder, allemansfonder, fjärde AP-fonden, lön-tagarfonder samt försäkringsföretag, föreligger emellertid också legala begränsningar beträffande den andel av röstetalet i ett enskilt företag som ägaren får inneha. En allt större andel av börsvärdet har på detta sätt kommit att innehas av ägare som till följd av politiskt fattade beslut saknar möjlighet att utöva vissa av de funktioner som krävs för en aktiv ägarroll i företagen.

Utredningen anser att den samlade effekten av de legala begränsningar som uppställs i frågan om vissa institutionella ägares aktieinnehav i enskilda företag kan bli att resursövervakningen i företagen försvagas. Utredningen ser därför positivt på det förslag till höjning av gränsen för försäkringsföretagens andel av röstetalet i enskilda företag som framlagts av försäkringsverksamhetskommittén.

Frågan om koncentrationen i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur är nära kopplad till förekomsten av aktieslag med olika röstvärden. Utredningen menar att en teoretiskt rimlig utgångspunkt för fördelningen av det totala röstetalet bland bolagets ägare är att röstandelen för varje ägare står i proportion till risktagandet. Samtidigt anser emellertid utredningen det vara av vikt att mindre och expanderande företag med bibehållen inflytandestruktur kan erhålla riskkapital från aktiemarknaden och att större företag i vissa fall har möjlighet att anskaffa kapital på utländska aktiemarknader utan att den svenska kontrollen går förlorad. *Vid en samlad bedömning vill utredningen därför i dagsläget inte förorda en förändring av bestämmelserna rörande aktiebolags möjligheter att emittera aktier med olika röstvärde.*

Utredningen har i sin kartläggning också uppmärksammat ägar- och inflytandeförhållandena på en mer övergripande nivå och konstaterat att ett begränsat antal ägare kontrollerar en mycket stor del av det svenska näringslivet. I denna mening kan ägandet i näringslivet anses koncentrerat och flera tecken tyder också på att ägarkoncentration i det avseendet ökat.

Utredningen anser att en hög koncentration i näringslivets ägarstruktur, i den meningen att ett begränsat antal ägare kontrollerar en stor del av de totala produktionsresurserna, kan strida mot behovet av en mångsidig prövning av näringslivets resurser. Mot de nackdelar som detta medför måste dock vägas behovet av att i en allt hårdare internationell konkurrens samordna svenska företags resurser.

Kontrollägarskiften och försvarsåtgärder

Utredningen har i sin kartläggning visat att antalet kontrollägarskiften i storföretagen ökat markant under senare år. I betydande utsträckning har

dessas kommit till stånd genom offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. *Möjligheten till kontrollägarskiften representerar en viktig del i den utvärdering av företagens resursutnyttjande som sker via aktiemarknaden.* Genom förvärv av aktier på marknaden kan den som tror sig kunna utnyttja de i ett visst företag befintliga resurserna på ett mer effektivt sätt, erhålla kontroll över företaget och förändra dess verksamhet. Ett kontrollägarskifte av detta slag är också ofta förenat med förändringar i företagets verkställande ledning, varför redan hotet om kontrollägarskiften kan bidra till resursövervakningen. *Utan denna möjlighet skulle aktiemarknadens betydelse för resursövervakningen minska.*

En från inflytandesynpunkt viktig förändring i företagens ägar- och inflytandestruktur under senare decennier är den ökade förekomsten av ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande mellan storföretagen. Utredningens kartläggning har påvisat flera fall av ömsesidiga och cirkulära ägarsamband av sådan storlek att de spelar en avgörande roll för inflytandestrukturen i de inblandade företagen. I likhet med exempelvis röstvärdesdifferenser och ask-i-askäggande kan ömsesidigt aktieäggande utnyttjas i syfte att åstadkomma en skillnad mellan den av en viss ägare innehavda kapital- och röstandelen i ett företag. Emellertid kan ömsesidigt aktieäggande på ett annat sätt än de andra åtgärderna också utnyttjas av en företagsledning i syfte att minska ägarnas inflytande i företaget.

Utredningen anser att ett från inflytandesynpunkt omfattande ömsesidigt eller cirkulärt aktieäggande kan försämra förutsättningarna för näringslivets tillväxt och förnyelseförmåga. Utredningen anser att statsmakterna nog bör följa den fortsatta utvecklingen av dessa ägarförhållanden och överväga en begränsande lagstiftning på området efter förebild från andra länder.

Utredningen har i sin kartläggning också konstaterat en ökad användning av finansiella instrument med anknytning till aktiemarknaden såsom konvertibla skuldebrev, optionsbevis förenade med rätt till nyteckning och konvertibla vinstandelsbevis. I flera företag representerar dessa instrument ett betydande latent ägande. Det är också uppenbart att instrumentens rättsliga status ger företag och ägare möjlighet till ageranden som lagstiftaren med avseende på aktier sökt förhindra. Som exempel på det senare kan nämnas företagens möjlighet att återköpa tidigare utgivna konvertibla vinstandelsbevis för att senare avyttra dem till valfri köpare. Därigenom uppkommer för företagets ledning en möjlighet att påverka ägarstrukturens utseende i företaget. Motsvarande ageranden med aktier är förbjudna. Utredningen anser att de rättsregler som gäller för denna typ av finansiella instrument bör ses över i syfte att undanröja möjligheter att kringgå i aktiebolagslagen uppställda regler.

1 Utredningens uppdrag

1.1 Inledning

Det svenska näringslivets struktur förändras ständigt. Nya företag startas medan gamla företag läggs ned, slås samman och struktureras om. Det är en process som med varierande intensitet har pågått under lång tid och utgör ett karakteristiskt drag i en utvecklad ekonomi. Den har därför sin motsvarighet i en rad andra länder. Processen omfattar också näringslivets ägar- och inflytandestruktur. I de enskilda företagen förändras ägarbilden genom nya ägares inträde, men också genom köp och försäljning av ägarandelar mellan befintliga ägare. I näringslivet som helhet växer nya ägare och ägarkategorier i storlek, medan andras innehav minskar och i vissa fall helt försvinner.

I föreliggande betänkande redovisas och analyseras förändringar som sedan slutet av 1970-talet ägt rum i det svenska näringslivets ägar- och inflytandestruktur. Vissa återblickar görs också på ägarförhållandena år 1950 och år 1963. Betänkandet behandlar utvecklingen inom främst den privatägda delen av näringslivet med tonvikt på de sysselsättningsmässigt största företagen. Bland dessa företag är aktiebolaget den helt dominerande associationsformen, varför diskussionen tar utgångspunkt i det regelsystem som avser aktiebolag och de förhållanden som råder på aktiemarknaden.

Tidigare undersökningar av ägarförhållandena i näringslivet har pekat på en tilltagande institutionalisering av ägandet i den meningen att företagens aktiestock i ökande utsträckning innehas av juridiska personer. Det blir enligt dessa undersökningar också allt vanligare att företagens ägarstruktur domineras av ett fåtal stora ägare och att koncentrationen i de enskilda företagens ägarstruktur därigenom ökar. Det har dock påpekats att en koncentrationsökning som på detta sätt delvis utgår från en institutionalisering inte utesluter att företagens slutliga ägarkrets samtidigt vidgas.

Det finns också tecken som tyder på en tilltagande komplexitet i ägar- och inflytandestrukturen. Ask-i-askägande har sedan länge en omfattande utbredning, men ett förhållandevis nytt inslag är att företag ömsesidigt äger aktier i varandra. Till komplexiteten bidrar också ett ökat bruk av aktieslag med olika röstvärden.

Intimt förknippad med ägar- och inflytandestrukturens utveckling är den ökade aktiviteten på aktiemarknaden, inte minst i form av handel med

kontrollposter och köp av hela företag. Ett betydande antal företag har under 1980-talet fått nya kontrollerande ägare efter offentliga uppköps-erbjudanden och i flera fall har dessa ägarskiften föregåtts av öppen kamp mellan olika ägare. Därvid synes också företagsledningen i de berörda företagen ofta ha eftersträvat möjligheter att kunna påverka förändringar i ägarbilden.

Trots att förändringar i företagens ägar- och inflytandestruktur mycket väl kan tänkas ha betydelse för näringslivets funktionssätt och därmed vara av intresse för utformningen av den ekonomiska politiken, har någon övergripande kartläggning av sådana förändringar inte gjorts sedan 1970-talets senare hälft. När det gäller förändringarnas orsaker och effekter saknas över huvud övergripande undersökningar avseende svenska förhållanden.

1.2 Utredningens direktiv

Mot bakgrund av ovanstående erhöll ägarutredningen i maj 1985 regeringens uppdrag att "utreda ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv". Enligt direktiven innefattar uppdraget tre delar, nämligen en kartläggning av de förändringar som ägt rum i det svenska näringslivets ägar- och inflytandestruktur under de senaste tio åren, en analys av orsakerna till dessa förändringar samt en analys av förändringarnas effekter.

I den kartläggande delen av uppdraget åläggs utredningen, i likhet med den s.k. koncentrationsutredningen vid mitten av 1960-talet och statens industriverks undersökning drygt tio år senare, att uppmärksamma dels aktiestockens fördelning på ägarkategorier, dels koncentrationen i ägar- och inflytandestrukturen. Till skillnad från de tidigare utredningarna skall ägarutredningen lägga särskild vikt vid "den form av institutionellt ägande som innebär ett företags inflytande över ett annat företag". Det gäller framför allt s.k. ask-i-askäggande och ömsesidigt ägande. Utredningen skall också kartlägga omfattningen av ägarformer "som står aktien nära och som på sikt kan få inverkan på ägar- och inflytandestrukturen i näringslivet". Som exempel nämns konvertibla skuldebrev och teckningsoptioner.

Den andra delen av uppdraget är att analysera orsakerna till de förändringar som inträffade under den studerade perioden. I huvudsak riktar direktiven därvid uppmärksamheten mot institutionella faktorerens betydelse för ägarstrukturens utseende och nämner fyra exempel på sådana faktorer.

Den första faktorn är skattelagstiftningen, inom vilken det åligger utredningen att diskutera bl. a. i vilken utsträckning den s.k. tjugofemprocentsregeln bidragit till en ökad koncentration i företagens ägarstruktur och ett ökat ömsesidigt aktieäggande. Den andra av de institutionella faktorerna är valutaregleringen. Direktiven ställer frågan om svenska företag med utlandsverksamhet, av valutaregleringen, hindrats att föra ut medel till utlandet och i stället använt dessa för förvärv av aktier och andelar i andra svenska företag. Den tredje institutionella faktorn är aktiebolagslagen. Utredningen skall diskutera bl. a. huruvida reglerna om aktiers röstvärde

påverkat förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen. Den fjärde institutionella faktorn är lagen om utländska förvärv av svenska företag m. m.

Förändringar i ägar- och inflytandestrukturen har, enligt direktiven, effekter på såväl enskilda företag som näringslivet i dess helhet. Den tredje och sista delen i utredningens uppdrag är att analysera dessa effekter. Analysen skall avse effektiviteten i enskilda företag, industrins försörjning med kapital och fördelningen av kapital mellan olika företag och branscher. Utredningen bör i detta sammanhang lägga "särskild vikt vid industrins långsiktiga förmåga till tillväxt och förnyelse" och ta ställning till om de kartlagda förändringarna i riktning mot exempelvis ett ökat ömsesidigt aktieäggande "kan få inlåsnings effekter som kan hämma en snabb överföring av kapital från stagnerande till expanderande branscher och/eller företag".

1.3 Uppdragets genomförande

Frågor om ägande och inflytande i näringslivet har vid flera tillfällen diskuterats i den politiska debatten. De har också behandlats av olika offentliga utredningar, vilkas utgångspunkter och syften emellertid varierat. I vissa fall har syftet varit att uppnå ett breddat ägande av produktionsmedlen, medan andra utredningar syftat till ett ökat inflytande i företagen för i första hand de anställda. Ett par utredningar av huvudsakligen beskrivande slag har också företagits.

Ägarutredningens uppdrag har i allt väsentligt ett annat syfte än dessa tidigare utredningar. Ägarutredningens uppgift är att studera frågan om ägande och inflytande med utgångspunkt i näringslivets förmåga till förnyelse och tillväxt. Den slutliga frågeställningen är hur denna förmåga påverkas av förändringar i ägar- och inflytandestrukturen. Förändringarnas betydelse för företagsdemokratiska och fördelningspolitiska strävanden i samhället ligger utanför uppdraget att behandla.

Vid uppläggning och genomförande av uppdraget har utredningen tagit utgångspunkt i de uppgifter som i en blandekonomi av svensk modell kan anses tillkomma företagens ägare. Enligt utredningens mening kan dessa kortfattat sägas vara att *tillföra företagen riskkapital* och att *övervaka resursutnyttjandet i företagen*. I detta ligger också att ständigt ompröva den rådande fördelningen av resurser mellan olika företag och branscher.

Ägarnas riskkapitalförsörjande uppgift fullgörs fortlöpande genom att vinstmedel tillåts stå kvar i företagen och används för nya investeringar. I de flesta företag uppkommer emellertid förr eller senare också behov av att via nyemissioner av aktier erhålla ytterligare riskkapitaltillskott från befintliga eller nya ägare. Möjligheten att genomföra sådana emissioner är i grunden avhängig den avkastning ägarna kan förvänta sig på det satsade kapitalet i relation till andra investeringsalternativ, men kan också anses avhängig storleken på och riskattityden hos de i ekonomin befintliga kapitalkällorna.

Analysen av ägarnas uppgift att svara för näringslivets försörjning med riskkapital tar utgångspunkt i en kartläggning av antalet ägare i de enskilda

företagen, koncentrationen i ägarstrukturen samt ägarnas kategoritillhörighet.

Det kapital som ägarna tillskjuter i ett aktiebolag har en riskfylld karaktär i den meningen att dess ersättning är residuellt bestämd. Till skillnad från vad som är fallet i fråga om lånekapital bestäms ersättningen till aktieägarna i efterhand med utgångspunkt i resultatet av företagets verksamhet. Ägarna kan av detta skäl antas ha incitament att övervaka hur företagets resurser används och en sådan övervakning sker fortlöpande dels genom utnyttjande av den med aktieinnehavet förknippade rösträtten, dels genom handel med företagets aktier.

Varje aktie berättigar dess ägare att delta och rösta vid bolagets högsta beslutande organ, bolagsstämman. Om samtliga aktier därvid också berättigade till samma antal röster, skulle det totala röstetalet i bolaget vara fördelat på samma sätt som aktiekapitalet. Den svenska aktiebolagslagen tillåter emellertid utgivande av aktieslag med olika röstvärden, vilket gör det möjligt för en ägare att uppnå en större röst- än kapitalandel i företaget.

Analysen av ägarnas övervakningsmöjlighet inleds med en kartläggning av i vilken utsträckning företagen och de enskilda ägarna utnyttjat systemet med differentierade röstvärden.

I varje företag där ägarna valt att överlåta den löpande förvaltningen åt en anställd företagsledning finns en risk att ledningens handlande inte i alla avseenden står i överensstämmelse med ägarnas intressen. Ägarnas möjligheter och benägenhet att övervaka ledningens agerande och korrigera dess beteende genom att utöva rösträtt vid bolagsstämman anses i ekonomisk teori avhängig bl. a. graden av koncentration i röstandelsstrukturen. En mycket spridd röstandelsstruktur har ansetts ge företagsledningen ett stort handlingsutrymme, medan en mer koncentrerad struktur antagits gynna ägarnas övervakningsmöjligheter.

Under senare år har också hävdats att flera av de institutionella ägare som vuxit fram i näringslivet av olika skäl är mindre benägna att utnyttja rösträtten för sina aktieinnehav och vid missnöje med företagets utveckling i stället förlitar sig på möjligheten att sälja aktierna.

Analysen av ägarnas möjligheter till övervakning av företagens resursutnyttjande innefattar därför också en kartläggning av röstandelskoncentrationen i de enskilda företagen. I samma syfte genomförs också en kartläggning av de största ägarnas kategoritillhörighet.

Ägarnas resursövervakning är emellertid inte begränsad till möjligheten att delta i beslutsfattandet vid bolagsstämman eller i styrelsen. Ägarna ger också uttryck för sin syn på företagets verksamhet genom att handla med aktierna. Den inverkan som dessa transaktioner har på aktiekursen ger företagsledningen en signal om befintliga och potentiella ägares bedömning av dess agerande.

Möjligheten att handla med aktierna är också av grundläggande betydelse för förekomsten av kontrollägarskiftet i företagen. Den som tror sig kunna utnyttja de i ett visst företag befintliga resurserna på ett mer effektivt sätt kan genom förvärv av aktier på marknaden erhålla kontroll över företaget

och förändra dess verksamhet. Ett kontrollägarskifte av detta slag är ofta förenat med förändringar i företagets verkställande ledning, varför redan hotet om kontrollägarskiftet har ansetts bidra till resursövervakningen.

Analysen av ägarnas resursövervakning innefattar mot denna bakgrund även en kartläggning av företagsuppköp och kontrollägarskiftet i företagen under den studerade perioden.

Ett under senare år uppmärksammat fenomen är ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande mellan två eller flera företag – i den allmänna debatten ofta kallat korsvist ägande. Dessa ägarkonstruktioner har ett särskilt intresse i en analys av ägarnas möjligheter att övervaka resursutnyttjandet i företagen. I ett företag med en kontrollerande ägare som baserar sin kontroll på en röstandel motsvarande mindre än hälften av röstetalet för samtliga aktier, kan ett ömsesidigt eller cirkulärt aktieäggande användas för att minska sannolikheten för en potentiell ägares övertagande av kontrollen. I ett företag med en spridd ägarstruktur utan uppenbar kontrollerande ägare, kan den anställda företagsledningen genom att medverka till ett ömsesidigt eller cirkulärt ägande stärka sin position visavi ägarna och öka kostnaderna för ägarnas resursövervakning. *En kartläggning av det ömsesidiga och cirkulära aktieägandet är därför av stort intresse vid en analys av ägarnas övervakningsuppgift i näringslivet.* I enlighet med direktiven avlämnade utredningen våren 1986 en första rapport (Ds I 1986:6) på detta område.

Sammantaget avser utredningens kartläggning att belysa förändringar i företagens ägar- och inflytandestruktur som kan ha påverkat ägarnas möjligheter att fullgöra sina uppgifter i de enskilda företagen och i näringslivet som helhet och som därigenom kan ha varit av betydelse för näringslivets effektivitet. För att närmare kunna diskutera förändringarnas betydelse i detta avseende är det emellertid också nödvändigt att beakta drivkrafterna bakom den observerade utvecklingen.

De inträffade förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen kan i viss mån anses avhängiga varandra eller ses som olika aspekter på ett och samma fenomen. Sålunda talar flera skäl för att de faktorer som legat bakom förskjutningen i olika ägarkategoriernas andelar av aktiestocken också kan betraktas som väsentliga drivkrafter bakom förändringar i ägarkoncentrationen i enskilda företag och i viss mån även bakom förändringar i antalet företagsuppköp och kontrollägarskiftet. *Kartläggningen följs därför av en orsaksanalys där intresset i första hand riktas mot förskjutningar i aktiestockens fördelning på ägarkategorier.*

Analysen tar utgångspunkt i de allmänna betingelserna för olika ägarkategoriernas ackumulering av kapital och villkoren för placering av detta kapital i olika tillgångsslag. Vad därefter gäller valet mellan olika tillgångsslag följer analysen i grova drag en s.k. portföljvalsmodell, i vilken aktier och andra tillgångsslag betraktas som investeringsalternativ förenade med olika förväntad avkastning och risk. Förskjutningar i olika kategoriernas andelar av aktiestocken blir i analysen uttryck för förändringar i dessa variabler.

I den avslutande effektanalysen inriktas intresset mot att fastställa huruvida de inträffade förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen påverkat ägar-

nas förutsättningar att fullgöra de riskkapitalförsörjande och resursövervakande uppgifterna i näringslivet. Särskild vikt tilldelas därvid ägarnas roll vad gäller näringslivets förmåga till flexibilitet och förnyelse inför framtiden. Med denna utgångspunkt innefattar analysen en genomgång av empiriska studier som sökt fastställa ägar- och inflytandestrukturens betydelse för företagens effektivitet samt en kortfattad principiell diskussion om ägarnas betydelse för företagens utveckling. På basis därav redovisas utredningens egna bedömningar.

Utredningen har i sin kartläggning samarbetat med arbetslivscentrum i Stockholm, där ett register över ägar- och inflytandeförhållandena i svenskt näringsliv successivt byggts upp. Detta arbete har på ett förtjänstfullt sätt utförts av Barbro Sköldebrand.

Utredningen har under arbetets gång också låtit genomföra ett antal expertstudier rörande olika aspekter av näringslivets ägar- och inflytandestruktur. Studierna har presenterats för utredningen och legat till grund för olika delar av betänkandet. En del av dessa studier publiceras som bilagor till betänkandet, se förteckning i appendix D.

1.4 Betänkandets disposition

Betänkandets disposition anknyter till uppdragets tre delar: kartläggning, orsaksanalys och effektanalys.

Den kartläggande delen inleds i *kapitel 2* med ett kortfattat referat av tidigare kartläggningar av ägar- och inflytandestrukturen i svenskt näringsliv. I *kapitel 3* redovisas uppläggningsen av den kartläggning utredningen genomfört och den studerade företagspopulationen relateras i vissa avseenden till näringslivet som helhet. Kartläggningsresultaten redovisas i *kapitel 4*. Den kartläggande delen avslutas i *kapitel 5* med en översikt över ägar- och inflytandestrukturen i utländskt näringsliv.

I *kapitel 6* analyseras orsakerna till de observerade förändringarna i företagens ägar- och inflytandestruktur. Intresset riktas därvid huvudsakligen mot orsakerna till de förskjutningar som ägt rum i aktiestockens fördelning på ägarkategorier, men en diskussion förs också om faktorer av betydelse för koncentrationen i företagens ägar- och inflytandestruktur.

Slutligen diskuteras i *kapitel 7* vilka effekter de registrerade förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen kan ha haft på näringslivets riskkapitalförsörjning och effektiviteten i enskilda företag.

2 Tidigare kartläggningar av ägar- och inflytandestrukturen i det svenska näringslivet

2.1 Inledning

Debatten om ägande och inflytande i näringslivet har en lång tradition i svensk politik. Den har också föranlett flera offentliga utredningar, av vilka en del haft en rent beskrivande karaktär medan andra föreslagit reformer på olika områden. I föreliggande kapitel skall i korthet huvudresultaten presenteras från de utredningar som under efterkrigstiden redovisat kartläggningar av ägar- och inflytandestrukturen i näringslivet.

Den första mer omfattande kartläggningen av detta slag gjordes av den s. k. *koncentrationsutredningen* och avsåg ägandet i det privata näringslivet vid mitten av 1960-talet. Den följdes sedermera upp av *statens industriverk* i en undersökning av förhållandena vid mitten av 1970-talet. Dessutom utförde den s. k. *löntagarfondsutredningen* och *röstvärdeskommittén* i början av 1980-talet vissa kartläggningar av ägar- och inflytandestrukturen i börsföretagen som är av intresse i sammanhanget.

Studier i detta ämne har också genomförts av fristående forskare och författare utan anknytning till offentliga utredningar. Dessa undersökningar har varit av mer begränsat slag och kartläggningsresultaten i dem har i viss utsträckning beaktats i de offentliga utredningarna.¹

2.2 Koncentrationsutredningen

För att få en bild av bl. a. "ägandeförhållandena och maktkoncentrationen" i det svenska näringslivet tillsatte regeringen i början av 1960-talet den s. k. *koncentrationsutredningen* med uppgift att dels kartlägga fördelningen av ägande och inflytande i företagen, dels studera en rad andra förhållanden i näringslivet. Resultaten av utredningens arbete lades fram i åtta delbetänkanden, av vilka ett innehåller en redovisning av ägarstrukturen i de svenska storföretagen vid mitten av 1960-talet.²

¹ Hermansson, C. H., *Monopol och storfinans*, Arbetarkultur, 1962. Hermansson, C. H., *Kapitalister I Monopol*, Arbetarkultur, 1979 och *Kapitalister II Storfinans*, Arbetarkultur, 1981. Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E. och Rydén, B., *Institutioner som aktieägare*, SNS, 1985.

² Ägande och inflytande i det privata näringslivet, SOU 1968:7.

Koncentrationsutredningen kartlade ägarförhållandena i

- samtliga privata fristående företag eller koncerner med minst 500 årsanställda i Sverige
- samtliga affärsbanker
- samtliga större investmentföretag
- samtliga företag med aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller noterade på den dåvarande fondhandlarlistan.

Totalt omfattade kartläggningen 305 företag, varav 23 utländska dotterföretag som i flertalet fall lämnades utanför analyserna. I huvudsak avsåg undersökningen därför ägarstrukturen i 282 svenska företag. Av dessa var 143 aktiemarknadsföretag i den meningen att deras aktier noterades på börs- eller fondhandlarlistan, medan 139 företag stod utanför aktiemarknaden.

Beträffande *antalet ägare* i aktiemarknadsföretagen konstaterade utredningen att drygt tre fjärdedelar hade fler än 1 000 ägare år 1964 och att knappt en femtedel av företagen hade fler än 10 000 ägare. Det genomsnittliga antalet ägare i aktiemarknadsföretagen uppgick till 5 600 jämfört med i genomsnitt endast 9 ägare i de studerade företagen utanför aktiemarknaden. I de aktiemarknadsföretag för vilka utredningen hade uppgifter att tillgå hade antalet ägare ökat med i genomsnitt drygt 40 % från år 1958 till år 1964.

För aktiemarknadsföretagens del visade kartläggningen att ett begränsat antal ägare svarade för en betydande andel av aktiekapitalet i företagen. I 15 särskilt studerade företag som enligt utredningen "torde ge en relativt god bild av aktieägandet i börsnoterade företag", innehades tre fjärdedelar av aktiekapitalet i genomsnitt av de 10 % största aktieägarna.

Vad gäller *ägarkoncentrationen* i de studerade företagen framkom bl. a. att den största ägarens genomsnittliga andel av aktiekapitalet i de enskilda företagen var 10 % i börsnoterade företag, 17 % i företag med aktier noterade på fondhandlarlistan och 35 % i övriga studerade företag. De 20 största ägarnas genomsnittliga andel av aktiekapitalet var 41 % i börsnoterade företag, 63 % i företag med aktier på fondhandlarlistan och 100 % i övriga företag. Inte i något av de börsnoterade företagen innehade 1 ägare ensam mer än hälften av aktiekapitalet och endast i 8 % av företagen innehade 2–5 ägare tillsammans en så stor andel. Trots detta var koncentrationen i de enskilda företagens ägarstruktur enligt utredningen högre i Sverige än i exempelvis Förenta staterna och Storbritannien.

Utredningen uppmärksammade också *förekomsten av aktieslag med olika röstvärden* och konstaterade att röstetalets fördelning mellan aktieägarna i vissa företag var mer ojämn än aktiekapitalets fördelning. I 30 % av de börsnoterade företagen, 8 % av de företag som hade aktier noterade på fondhandlarlistan och 17 % av de övriga företagen förekom enligt utredningen aktieslag med olika röstvärden. Den sammanfattande bedömningen var dock att röstetalets fördelning, med enstaka undantag, nära överensstämde med aktiekapitalets fördelning.

Utredningen undersökte vidare *aktieägarnas fördelning på ägarkategorier*, främst med avseende på fysiska och juridiska personer. I nio tiondelar av de börsnoterade företagen var andelen fysiska personer av det totala antalet ägare större än 90 %. De juridiska personernas innehav i de enskilda företagen var emellertid genomsnittligt sett betydligt större än de fysiska personernas. I två tredjedelar av de börsnoterade företagen var således minst 10 av de 20 största ägarna juridiska personer. I de 15 särskilt studerade företagen utgjorde de juridiska personerna 6 % av det totala antalet aktieägare, men svarade tillsammans för 46 % av det totala aktiekapitalet.

Mot bakgrund av samtida diskussioner om aktieägarnas minskade inflytande över företagen undersökte koncentrationsutredningen också *i vilken omfattning stora aktieägare var företrädare i företagens styrelser*. Därvid framkom bl. a. att styrelsemedlemmar i börsnoterade företag hade relativt sett mycket begränsade egna aktieinnehav i respektive företag. Styrelsemedlemmarnas egna aktieinnehav motsvarade i genomsnitt endast något mer än 1 % av röstetalet i företagen. Emellertid företrädde, enligt utredningen, styrelsemedlemmarna ofta ett betydligt större antal bakomliggande ägare. En fysisk person som inte själv ingick i styrelsen ansågs representerad när en släkting var styrelsemedlem och en juridisk person ansågs representerad när en av dess styrelsemedlemmar samtidigt var medlem av styrelsen i det företag i vilket aktier innehades. Med detta sätt att mäta var i genomsnitt 30 % av det totala röstetalet företrätt i börsnoterade företags styrelser och nära 100 % i övriga företags styrelser.

I det sammanhanget studerade utredningen också *närvaron vid bolagsstämmorna* och konstaterade att andelen närvarande eller representerade aktieägare varierade kraftigt mellan börsnoterade, fondhandlarnoterade och övriga företags bolagsstämmor. I börsnoterade företag var i genomsnitt endast 1,5 % av antalet aktieägare representerade, medan motsvarande andel i företag utanför börs- och fondhandlarlistan var drygt 60 %. Där emot var, även i börsnoterade företag, en relativt betydande andel, 39 %, av det totala röstetalet företrätt vid stämmorna. Det var i första hand de största aktieägarna som själva eller genom ombud deltog vid bolagsstämmorna. Vid tre fjärdedelar av de börsnoterade företagens stämmor hade 1–3 personer tillsammans röstmajoritet och inte vid något börsnoterat företags bolagsstämma behövdes mer än 10 personer för att uppnå röstmajoritet.

Undersökningen visade också att styrelserna i börsnoterade företag, bl. a. genom insamlade fullmakter, hade en mycket stark ställning vid bolagsstämman och i genomsnitt förfogade över drygt 40 % av företrädare röster. Motsvarande andel var för företag på fondhandlarlistan 52 % och för övriga företag 71 %.

Sammanfattningsvis konstaterade utredningen beträffande bolagsstämmorna att om de "över huvud taget har något inflytande så är utövat av detta inflytande med få undantag begränsat till ett mycket litet antal personer, som företrädesvis är ombud för de största aktieägarna och ofta också är medlemmar av företagets styrelse".

Koncentrationsutredningen kartlade också ägarförhållandena på en mer övergripande nivå och identifierade 17 *ägargrupper* som ansågs ha särskilt stor betydelse i näringslivet. Dessa hade år 1963 majoritetsintressen, dominerande eller starka minoritetsintressen³ i företag med totalt omkring 400 000 anställda i Sverige och ett förädlingsvärde motsvarande 36 % av industrins totala förädlingsvärde. Den största ägargruppen var släkten Wallenberg med majoritetsintressen i företag med omkring 150 000 anställda i Sverige. Den näst största gruppen var uppbyggd kring det till Svenska Handelsbanken anknutna investmentföretaget Industrivärden och den tredje största var uppbyggd kring de två investmentföretagen Custos och Säfveån med anknytning till dåvarande Skandinaviska Banken. Övriga ägargrupper var väsentligt mindre.

Tabell 2:1 Stora ägargrupper år 1963.

1. Släkten Wallenberg	10. Släkten Kockum
2. Industrivärden-SHB	11. Dunkergruppen
3. Custos-Säfveån-Skandinaviska Banken	12. Släkten Ericsson
4. Släkten Wehtje	13. Släkten Ählén
5. Släkten Ax:son Johnson	14. Släkten Kempe
6. Släkterna Klingspor och Stenbeck	15. Släkten Söderberg
7. Släkterna Mark och Carlander	16. Släkten Bergengren
8. Släkten Broström	17. Släkten Edstrand
9. Släkten Bonnier	

Källa: SOU 1968:7.

2.3 Statens industriverk

År 1975 fann regeringen det motiverat att följa upp den del av koncentrationsutredningens arbete som avsåg ägande- och inflytandeförhållandena i näringslivet. Statens industriverk fick då i uppdrag att genomföra en studie avseende "koncentrationen av ägande inom det privata näringslivet", vilken i möjligaste mån borde ansluta till koncentrationsutredningens arbete.⁴ Till skillnad från koncentrationsutredningen ålades emellertid industriverket att till det privata näringslivet också räkna företag ägda av "kooperationer, fackföreningar o. d".

Totalt omfattade industriverkets undersökning 230 företag i det privata näringslivet, vilka uppfyllde i huvudsak samma kriterier som de av koncentrationsutredningen studerade företagen.

³ Ett företag betraktades som majoritetsägt när en ägare eller ägargrupp innehade absolut röstmajoritet. Ett dominerande minoritetsintresse förelåg när den största ägargruppen eller ägaren innehade mer än 5 % av det totala rösttalet, hade absolut majoritet vid bolagsstämman och var representerad vid stämman. Ett starkt minoritetsintresse ansågs föreligga när den största ägaren eller ägargruppen visserligen innehade mer än 5 % av det totala rösttalet, men antingen inte var representerad i företagets styrelse eller inte hade absolut majoritet vid stämman.

⁴ Ägandet i det privata näringslivet, SIND 1980:5.

Beträffande *antalet aktieägare* i dessa företag visade undersökningen att en markant ökning ägt rum sedan mitten av 1960-talet. Det genomsnittliga antalet aktieägare i börsnoterade företag hade ökat från 5 600 år 1963 till 16 000 ägare år 1976 och denna ökning berodde på ett kraftigt ökat antal fysiska personer i företagens ägarkrets. Undersökningen visade emellertid också att detta inte resulterat i någon ökning av de fysiska personernas direktägda andel av aktiekapitalet i företagen. I 15 särskilt studerade företag hade de fysiska personernas andel av antalet aktieägare ökat från 94 % till närmare 99 %, medan deras andel av aktiekapitalet under motsvarande period minskat från 54 % till 46 %.

Vad gäller *ägarkoncentrationen i företagen* visade undersökningen att en viss ökning ägt rum i aktiemarknadsföretagen jämfört med förhållandena år 1964. Jämförelsen försvårades emellertid kraftigt av de förändringar som samtidigt hade ägt rum i företagspopulationerna. För hela gruppen privata storföretag kunde någon förändring av koncentrationen därför inte konstateras. "Vad som kan fastslås", heter det i undersökningen, är att "ägan- det fortfarande är starkt koncentrerat till ett fåtal ägare".

För att få en bild av ägarnas inflytande i företagen undersöktes också *röstfördelningen vid de börs- och fondhandlarnoterade företagens bolagsstämmor*. Därvid framkom att antalet närvarande aktieägare och ombud vid de börsnoterade företagens bolagsstämmor nästan tredubblats, från i genomsnitt 30 personer år 1963 till 90 personer år 1976. Emellertid syntes denna ökning till stor del kunna förklaras av ett ökat antal aktieägare i företagen. I genomsnitt var endast 1 % av aktieägarna i de börsnoterade företagen närvarande vid stämmorna år 1976, medan motsvarande andel år 1963 var 1,5 %.

I likhet med koncentrationsutredningen kunde industriverket konstatera att det i första hand var de stora aktieägarna som besökte bolagsstämmorna, själva eller genom ombud. Det fåtal aktieägare som var representerade vid stämmorna år 1976 svarade således i genomsnitt för 40 % av aktiekapitalet och 45 % av det totala röstetalet i företagen. Vid bolagsstämmorna återspeglades också de juridiska personernas ökade betydelse som ägare. Under år 1963 svarade juridiska personer för 60 % av det vid börsföretagens bolagsstämmor företrädde röstetalet, medan motsvarande andel år 1976 var 80 %.

Vad gäller de dominerande ägarnas ställning vid bolagsstämmorna konstateras i undersökningen också att sex personer tillsammans hade röstmajoritet vid stämman år 1976 i samtliga undersökta företag med undantag för ett par banker. I 80 % av de studerade börsnoterade företagen behövde högst tre personer gå samman för att bilda majoritet vid stämman. Till övervägande del baserades emellertid dessa personers röster på fullmakter för andra ägare. I sammanfattningen anförts: "Anledningen till att så få personer kan bilda majoritet vid bolagsstämmorna – är således ägarkoncentrationen till institutioner och att dessa ger fullmakt åt någon eller några – ofta en styrelseledamot. Den ökning av röstkontrollen som skett sedan 1963 förklaras med andra ord av de institutionella ägarnas ökade aktieinnehav."

I likhet med koncentrationsutredningen gjorde industriverket en kartläggning av särskilt betydelsefulla *ägargrupper* i näringslivet. För år 1979 identifierades 32 sådana grupper jämfört med 17 grupper år 1963, se tabell 2:2. En del av denna ökning var emellertid en direkt följd av att den studerade företagspopulationen år 1979 utökats till att omfatta även föreningsägda företag.

Tabell 2:2 Stora ägargrupper år 1963 och år 1979.*

Ägargrupper år 1963	Tillkomna ägargrupper år 1979
Asken (Mark/Carlander)	Ahlsell-Euroc-Cementgjuteriet
Bergengren	Fjärde AP-fonden
Bonnier	Beijerinvest
Broström	Cardo
Custos	Företagsfinans
Dunker	ICA
Edstrand	Konsumentkooperationen
Ericsson	Lantbrukskooperationen
Industrivärden-SHB	LO-arbetarrörelsen
Ax:son Johnson	Persson
Kempe	Philip-Sörensen
Kinnevik (Stenbeck)	Philipson
Kockum	Praktikergruppen
Söderberg	Salén
Wallenberg	Säfveån
Wehtje	
Åhlén	

* Utvecklingen efter år 1979 redovisas i tabell 4:47 nedan.

Källa: SIND 1980:5.

De 32 grupperna hade år 1979 aktieinnehav som översteg 5 % i företag med tillsammans drygt 800 000 anställda i Sverige, vilket motsvarade 38 % av sysselsättningen inom den privata sektorn. Beaktas endast starkare intressen – aktieinnehav förenade med styrelserepresentation eller med majoritet vid bolagsstämman – var situationen i stort sett densamma.

Den största ägargruppen var även år 1979 släkten Wallenberg och den näst största var Industrivärden-SHB-gruppen, medan övriga ägargrupper inflytande inte på långt när berörde lika många anställda. Närmast kom Konsumentkooperationen, fjärde AP-fonden och Lantbrukskooperationen, följda av Custos, släkten Ax:son Johnson och Landsorganisationen.

2.4 Löntagarfondsutredningen

Inom ramen för den s. k. löntagarfondsutredningen utarbetades flera expertrapporter rörande ägande och inflytande i svenskt näringsliv, av vilka här skall nämnas endast de kartläggande delarna i två rapporter.

Rapporten *Ägarstrukturen i börsföretagen*⁵ innehåller en beskrivning av ägarstrukturens utveckling i svenska börsföretag från år 1975 till år 1981, med tyngdpunkt på förhållandena år 1979. Därvid redovisas bl. a. aktiestockens fördelning på *ägarkategorier*.

Rapporten konstaterar att hushållens andel av börsvärdet successivt minskat under hela efterkrigstiden och att nedgången var särskilt snabb under slutet av 1970- och början av 1980-talet. Från år 1975 till år 1981 minskade hushållens andel från omkring 47 % till omkring 30 %, medan institutionernas andel ökade från omkring 49 % till omkring 66 %, se tabell 2:3 nedan. Som tänkbara förklaringar till denna utveckling anger rapporten dels betydande kapitalplaceringar från befintliga och nytillkomna institutioners sida, dels ett lågt nyemissionsdeltagande bland hushållen.

Tabell 2:3 Olika ägarkategoriernas andelar av börsvärdet vid utgången av år 1975, 1979, 1980 och 1981. Procent.^a

Ägarkategori		1975	1979	1980	1981
Icke-finansiella företag	}	25	13	13	15
Stiftelser etc.			16	16	16
Börsnoterade investmentföretag		13	14	15	16
Försäkringsföretag, fjärde AP-fonden		11	15	16	16
Aktiefonder		^b	2	2	3
Utländska ägare		4	4	4	4
Hushåll		47	36	34	30
Samtliga		100	100	100	100

^a Utvecklingen efter år 1981 redovisas i tabell 4:28.

^b Ingår i kategorin stiftelser etc.

Källa: SOU 1982:28.

För första gången under efterkrigstiden uppmärksammas i rapporten också ömsesidigt och cirkulärt ägande mellan aktiemarknadsföretag. Som exempel nämns ägarförhållandena i Cementgjuteriet och Euroc i början av 1980-talet, men också andra fall redovisas.

I rapporten *Röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag*⁶ presenterade lön-
tagarfondsutredningen en studie rörande aktieslag med olika röstvärden. Av rapporten framgår bl. a. att det vid årsskiftet 1980–1981 förekom röstvärdeskillnader i 61 % av de börsnoterade företagen, jämfört med 24 % år 1963. Ökningen förklaras enligt rapporten till stor del av att röstvärdeskillnader ofta förekom bland de företag som introducerades på Stockholms fondbörs under den mellanliggande tiden.

Av totalt 67 företag med röstvärdeskillnader mellan olika slag av stamaktier hade 56 företag differensen 1 till 10, tre differensen 1 till 5, ett differensen 1 till 100 och sju företag differensen 1 till 1 000. De sistnämnda företagen var Alfa-Laval, Electrolux, Ericsson, Holmens Bruk, Nife Jungner, SKF och Swedish Match.

⁵ Boman, R., *Ägarstrukturen i börsföretagen*, i SOU 1982:28.

⁶ Skog, R., *Röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag*, i SOU 1981:78.

2.5 Röstvärdeskommittén

Löntagarfondsutredningens rapport om röstvärdesskillnader kom senare att ligga till grund för regeringens direktiv till den s. k. röstvärdeskommittén, vilken tillsattes våren 1984 med uppgift att utreda frågan om aktiers röstvärde. Kommittén utförde ytterligare kartläggningsarbete och fördjupade i vissa avseenden diskussionen om röstvärdesskillnadernas för- och nackdelar. Kommittén drog den sammanfattande slutsatsen att ett avskaffande av möjligheten till röstvärdesdifferentiering skulle medföra större nackdelar än fördelar, men ansåg sig inte ha tillräckligt underlag för ett slutligt ställningstagande. Den menade att frågan borde ställas samman med framför allt ägarutredningens arbete. Mot denna bakgrund beslutade regeringen i maj 1986 att överlämna kommitténs betänkande⁷ till ägarutredningen som underlag för dess arbete.

2.6 Sammanfattning

Det svenska näringslivets ägar- och inflytandestruktur har beskrivits och diskuterats i flera offentliga utredningar under efterkrigstiden. En omfattande kartläggning genomfördes vid mitten av 1960-talet av koncentrationsutredningen och följdes tio år senare upp i en studie utförd av statens industriverk. Vissa aspekter av ägar- och inflytandestrukturen belystes under slutet av 1970-talet och början av 1980-talet av dels löntagarfondsutredningen, dels röstvärdeskommittén. Därutöver har flera undersökningar av betydande intresse genomförts på enskilt initiativ.

I korthet pekar tidigare studier på en tilltagande institutionalisering och koncentration i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur. De visar också på ett tilltagande bruk av aktieslag med olika röstvärden och ett begynnande bruk av ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande mellan företagen. Slutligen framgår att kontrollägarskiften, med varierande intensitet, sedan länge förekommit i det svenska näringslivet, men också att flera av de största företagen haft samma kontrollerande ägare eller ägargrupp under mycket lång tid.

⁷ Aktiers röstvärde, SOU 1986:23.

3 Ägarutredningens kartläggning av ägar- och inflytandestrukturen i det svenska näringslivet – uppläggning och grundmaterial

3.1 Inledning

Ägarutredningen skall kartlägga den nuvarande ägar- och inflytandestrukturen i svenskt näringsliv, men också beskriva de förändringar som ägt rum i denna struktur under den senaste tioårsperioden. Utredningens uppdrag är därmed vidare än uppdragen för tidigare utredningar inom området, vilka främst syftat till att belysa förhållandena vid en viss tidpunkt. I utredningens uppdrag ingår också, som tidigare framhållits, att analysera orsakerna till och effekterna av konstaterade förändringar.

I föreliggande kapitel beskrivs uppläggningsen av utredningens kartläggning. I avsnitt 3.2 preciseras den tidsperiod kartläggningen avser. Vidare redovisas de näringsgrenar som kartläggningen omfattar och det urval av företag som skett ur dessa näringsgrenar. Därefter relateras i avsnitt 3.3 de studerade näringsgrenarna och företagen till produktions- och sysselsättningsstrukturen i näringslivet som helhet. Bland de studerade företagen har aktiemarknadsföretag i flera avseenden en dominerande ställning. Mot denna bakgrund ges i avsnitt 3.4 en kortfattad beskrivning av den svenska aktiemarknaden, varefter den del av de studerade företagen som är aktiemarknadsföretag relateras till samtliga företag på aktiemarknaden. Kapitlet avslutas i avsnitt 3.5 med en kort beskrivning av det grundmaterial på vilket undersökningen baseras. Resultaten av utredningens kartläggning presenteras i kapitel 4.

3.2 Studerade näringsgrenar och företag

Som ovan påpekats åligger det utredningen att studera de förändringar som ägt rum i ägar- och inflytandestrukturen under den senaste tioårsperioden. För att möjliggöra detaljerade jämförelser över tiden har utredningen därvid funnit det nödvändigt att själv insamla data avseende förhållandena såväl vid periodens början som slut. Tidigare studier har inte ansetts utgöra ett för det ändamålet användbart underlag.

Undersökningen avser primärt utvecklingen mellan årsskiftet 1978–1979 och årsskiftet 1985–1986. Den första tidpunkten har bestämts av att årsskiftet 1978–1979 är det första tillfälle för vilket ägaruppgifter funnits att tillgå i sådant skick att de kunnat användas av utredningen. År 1978 startade

nämligen företaget Aktiemarknadsbevakning en bearbetning av de större aktiemarknadsföretagens aktieböcker på ett sådant sätt att ägarna rangordnades storleksmässigt. Den senare tidpunkten är betingad av att årsskiftet 1985–1986 är det senaste tillfälle för vilket fullständiga uppgifter funnits att tillgå om *samtliga* av utredningen studerade variabler. Utredningen har inte sett det som sin primära uppgift att redovisa ägar- och inflytandestrukturens utseende vid ett så sent tillfälle som möjligt, utan att ange riktningen och styrkan i de förändringar som pågår i denna struktur. För flera viktiga variabler har dock mätperioden utsträckts till år 1988. Det gäller bl. a. koncentrationsutvecklingen i enskilda företag, det ömsesidiga och cirkulära aktieägendets utbredning samt förekomsten av kontrollägarskiftet i de studerade företagen. På basis av grundmaterial insamlat i samarbete med SNS redovisas också vissa uppgifter om ägarstrukturen i svenskt näringsliv år 1950 och år 1963.

Vad därefter gäller *omfattningen av kartläggningen* kan konstateras att en undersökning av ägande och inflytande i *hela* det svenska näringslivet inte varit möjlig att genomföra inom ramen för utredningens arbete. En första avgränsning har gjorts med avseende på näringsgrenar och därefter har ett urval skett av företag inom dessa näringsgrenar.

Koncentrationsutredningen studerade, som nämnts i föregående kapitel, ägande och inflytande i privata företag med minst 500 anställda i Sverige, privata affärsbanker, större investmentföretag samt övriga aktiemarknadsföretag. Företag ägda av staten, Kooperationen och fackföreningsrörelsen ingick inte i studien. Statens industriverks undersökning omfattade i huvudsak samma företagskategorier som koncentrationsutredningens, men inkluderade även föreningsägda företag.

Ägarutredningens undersökning omfattar såväl privat som kooperativt, statligt, kommunalt och på annat sätt ägda företag. I enlighet med vad som kan anses följa av utredningens direktiv ligger dock tonvikten på den privatägda delen av näringslivet. Denna inriktning kan också sägas vara motiverad av att det i första hand är i de privatägda företagen som ägar- och inflytandestrukturen fortlöpande förändras.

I fråga om näringsgrenar har utredningen i undersökningen innefattat hela näringsgrenarna gruvor och mineraler (SNI 2), tillverkningsindustri (SNI 3), el-, gas-, värme- och vattenverk (SNI 4), bygnadsindustri (SNI 5), varuhandel m. m. (SNI 6), samfärdsel, post- och televerk (SNI 7) samt banker, försäkringsinstitut, fastighetsförvaltning och uppdragsverksamhet (SNI 8). Från näringsgrenen offentlig förvaltning och andra tjänster har inkluderats grupperna renings- och renhållningsverk, städningsverksamhet m. m. (SNI 92) samt reparations-, tvätteri- och annan serviceverksamhet (SNI 95). Utanför undersökningen faller hela näringsgrenen jordbruk, skogsbruk, jakt och fiske (SNI 1) liksom större delen av näringsgrenen offentlig förvaltning och andra tjänster (SNI 9).

I likhet med tidigare undersökningar på området har utredningen funnit det lämpligt att avgränsa kartläggningen till att omfatta de största företagen

inom de studerade näringsgrenarna. En stor del av sysselsättningen och produktionen i näringslivet har därigenom kunnat täckas in med ett begränsat urval av företag. Utredningens undersökning omfattar således svenska fristående företag eller koncerner i aktiebolagslagens mening, med minst 500 anställda i Sverige eller utomlands samt utländska företag med minst 500 anställda i Sverige. Dessa företag benämns fortsättningsvis *storföretag*. För år 1985 innefattar denna population 284 företag och för år 1978 innefattar den 289 företag.

Det storlekskriterium som använts är antal anställda. Även andra mått på företagsstorlek, såsom omsättning, förädlingsvärde och balansomslutning, är tänkbara, men i praktiken blir skillnaderna små om ett kriterium byts mot ett annat. Med exempelvis omsättning som storlekskriterium i stället för sysselsättning skulle främst några handelsföretag inom petroleum- och bilbranschen tillkomma i storföretagspopulationen.

3.3 Utredningens kartläggning i relation till näringslivets produktions- och sysselsättningsstruktur

I syfte att ge en grov bild av hur utredningens urval av företag i några avseenden förhåller sig till näringslivet och ekonomin som helhet redovisas nedan vissa uppgifter rörande produktion och sysselsättning i svenskt näringsliv. Uppgifterna är hämtade från SCB:s statistik och är inte i alla avseenden direkt jämförbara med utredningens uppgifter rörande de studerade företagen.

3.3.1 Den samlade produktionen

Den svenska bruttonationalprodukten uppgick år 1985 till 860 miljarder kronor. Som framgår av tabell 3:1 nedan kom de största enskilda bidragen till denna produktion från offentlig förvaltning (25 %) och tillverkningsindustri (24 %). Andra betydande näringsgrenar var bank- och försäkringsrörelse (13 %) samt varuhandel, restaurang och hotellrörelse (12 %). En jämförelse med år 1978 visar att näringsgrenarnas relativa andelar av det samlade förädlingsvärdet endast obetydligt förändrades under perioden fram till år 1985.

I ett längre perspektiv kan dock en tydlig förskjutning iakttagas från varu- till tjänsteproducerande näringar. År 1960 svarade varuproduktionen för drygt 50 % av BNP, medan motsvarande andel år 1985 var knappt 40 %. Denna utveckling rymmer emellertid också en strukturell omvandling som skapat förutsättningar för sänkta priser på industriprodukter i förhållande till andra varor och tjänster. Industrin har därigenom kommit att lämna ett allt större bidrag till den materiella välfärden. En utveckling i denna riktning kan iakttagas även i andra länder med jämförbar inkomstnivå, men

unik för Sverige är att tjänsteproduktionens tillväxt skett främst inom den offentliga sektorn. Den privata tjänstesektorns andel av BNP var i stort sett densamma år 1985 som år 1960.

Av tabell 3:1 framgår också att de i utredningens kartläggning ingående näringsgrenarna, såväl år 1978 som år 1985, svarade för något mer än 70 % av det samlade förädlingsvärdet. Utredningen har inte haft tillgång till uppgifter om hur stor del av förädlingsvärdet inom dessa näringsgrenar som härrörde från företag med minst 500 anställda.

Tabell 3:1 Bidrag till bruttonationalprodukten från olika näringsgrenar år 1978 och år 1985. Procent.^a

Näringsgrenar	1978	1985
Jord- och skogsbruk, jakt och fiske	3,6	3,7
Gruvor och mineralbrott	0,4	0,5
Tillverkningsindustri	23,8	24,0
El-, gas-, värme- och vattenverk	2,8	3,8
Byggnadsindustri	8,3	7,6
Varuhandel, restaurang och hotellrörelse	12,4	11,5
Samfärdsl, post- och televerk	6,3	6,8
Bank- och försäkringsverksamhet m. m.	12,8	12,9
Andra tjänster (exkl. offentlig förvaltning)	4,6	4,3
Offentlig förvaltning	24,8	24,8
Samtliga	100	100

^a Beräkningarna grundas på säsongsrensade kvartalsdata avseende förädlingsvärden till producentpris uttryckta i 1980 års priser.

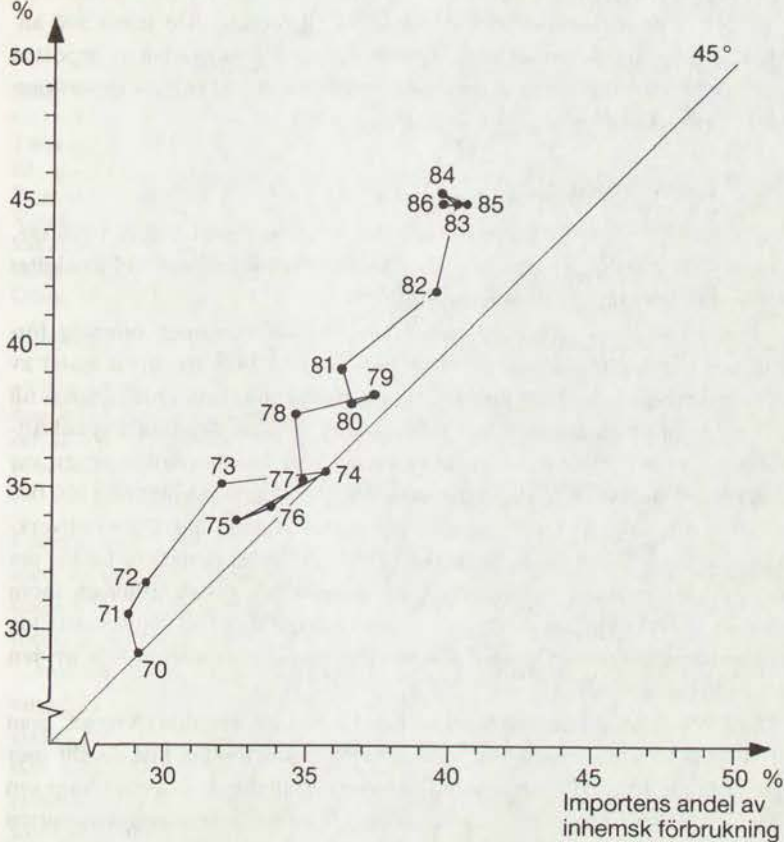
3.3.2 Export och import

Det svenska näringslivet karakteriseras sedan länge av ett starkt internationellt beroende. Detta är särskilt uttalat inom industrin, för vilken den internationella handeln fortlöpande fått en allt större betydelse. Av diagram 3:1 nedan framgår att såväl exportens andel av industriproduktionen som importens andel av den inhemska användningen av industriprodukter uppgick till knappt 30 % år 1970. Vid utgången av år 1985 var exportandelen omkring 47 % och importandelen omkring 42 %. Export- och importandelen för övriga näringsgrenar år 1980 och år 1986 redovisas i tabell 3:2 nedan.

Fördelas industriexporten på enskilda företag framgår att ett begränsat antal företag svarar för en mycket stor andel av densamma. År 1985 svarade de 20 största exportföretagen för 50 % av industrins export och de 5 största för 30 %. Många svenska storföretag har under efterkrigstiden utvecklats till internationella koncerner med minskad andel avsättning och sysselsättning i Sverige. I flertalet av de 20 största exportföretagen översteg utlandsfaktureringsandelen av omsättningen 70 % år 1985 och i tre av dem – Sandvik, SKF och Alfa-Laval – uppgick den till omkring 90 %. Tillväxten på utlandsmarknaderna har emellertid inte skett endast genom en ökad export, utan också genom företagsköp och nyetableringar utomlands, vilket

Diagram 3:1 Exportens andel av industriproduktionen och importens andel av den inhemska användningen av industriprodukter åren 1970–1986.

Exportens andel av
produktionsvärdet
%



Tabell 3:2 Exportens andel av produktionsvärdet (saluvärdet) respektive importens andel av inhemsk förbrukning i olika näringsgrenar år 1980 och år 1986. Procent.

	Exportandel		Importandel	
	1980	1986	1980	1986
Jord- och skogsbruk, jakt och fiske	6	8	17	18
Gruvor och mineralbrott	54	68	91	93
Tillverkningsindustri	39	46	37	42
El-, gas-, värme- och vattenverk	2	2	2	2
Byggnadsindustri	2	1	1	1
Varuhandel, restaurang och hotellrörelse	3	1	2	2
Samfärdsel, post- och televerk	22	21	11	10
Bank, försäkring, fastighetsförvaltning	4	4	4	3
Övriga tjänster	1	2	1	1

Källa: Nationalräkenskaperna och Tjänstehandelsenkäten.

medfört att exportens andel av utlandsfaktureringen stadigt minskat. I de 20 största industriföretagen var denna andel år 1986 omkring 40 %.

Så gott som hela den svenska exporten är hänförlig till de näringsgrenar som ingår i utredningens kartläggning. Det är inte möjligt att precisera hur stor del av denna export som är hänförlig till företag med minst 500 anställda. En antydning om att dessa företag svarar för merparten av exporten ger dock ovan redovisade uppgifter beträffande de 20 största exportföretagen, vilka samtliga ingår i kartläggningen.

3.3.3 Sysselsättning

Vid årsskiftet 1978–1979 motsvarade den totala sysselsättningen i Sverige, enligt SCB:s statistik, omkring 3 miljoner årsanställda och vid årsskiftet 1985–1986 drygt 3,4 miljoner årsanställda.¹

Som framgår av tabell 3:3 nedan svarade näringsgrenen offentlig förvaltning och andra tjänster såväl år 1978 som år 1985 för störst andel av sysselsättningen. År 1985 uppgick sysselsättningen i denna näringsgren till 1,3 miljoner årsanställda, vilket motsvarade 37 % av den totala sysselsättningen i landet. Den sysselsättningsmässigt näst största näringsgrenen var båda åren tillverkningsindustrin, i vilken år 1985 återfanns omkring 860 000 eller en fjärdedel av totalantalet årsanställda. Antalet anställda i tillverkningsindustrin minskade dock med drygt 41 000 under perioden. I fråga om övriga näringsgrenar kan framför allt noteras att sysselsättningen inom banker, försäkringsverksamhet m. m. ökade med drygt 60 000 årsanställda under den studerade perioden och år 1985 svarade för knappt 8 % av den totala sysselsättningen.

I SCB:s sysselsättningsstatistik inkluderas endast anställda i Sverige. Som ovan påpekats har emellertid många svenska storföretag fått en allt mer internationell karaktär, inte bara vad avser försäljning utan även i fråga om sysselsättning. Enligt uppgifter från den s. k. direktinvesteringskommittén (SOU 1982:27) bedrev år 1965 ett åttiotal svenska företag tillverkning utomlands och sysselsatte i den delen av sin verksamhet omkring 170 000 personer. År 1978 hade antalet anställda utomlands ökat till omkring 300 000 och för år 1986 kan antalet uppskattas till omkring 370 000. Mot denna bakgrund har utredningen beräknat sysselsättningen i de svenska företagen med utgångspunkt i det sammanlagda antalet anställda i Sverige och utomlands. Det medför att en jämförelse mellan SCB:s och utredningens sysselsättningssiffror måste göras med försiktighet. På basis av SCB:s material framgår dock av tabell 3:3 att omkring 60 % av det totala antalet årsanställda i Sverige år 1985 återfanns inom de av utredningen studerade näringsgrenarna.

¹ Antalet årsanställda beräknas som antalet redovisade arbetstimmar dividerat med den totala arbetstiden för olika kategorier heltidssysselsatt arbetskraft. I texten används begreppen årsanställda och anställda synonymt.

Tabell 3:3 Antal årsanställda i Sverige år 1978 respektive 1985 fördelade på näringsgren.*

Näringsgren	Anställda			
	1978		1985	
	x1 000	%	x1 000	%
Jord- och skogsbruk, jakt och fiske	65	2,1	45	1,3
Gruvor och mineralbrott	10	0,3	11	0,3
Tillverkningsindustri	900	29,4	859	25,1
El-, gas-, värme- och vattenverk	21	0,7	27	0,8
Byggnadsindustri	197	6,4	202	5,9
Varuhandel, restaurang och hotellrörelse	462	15,1	471	13,7
Samfärdsel, post- och televerk	258	8,4	272	7,9
Bank- och försäkringsverksamhet	203	6,6	262	7,7
Offentlig förvaltning och andra tjänster	950	31,0	1 278	37,3
Samtliga	3 066	100,0	3 427	100,0

* Till följd av olikheter i SCB:s datainsamling är sysselsättningsstatistiken för de två åren inte helt jämförbar. Det gäller framför allt näringsgrenen offentlig förvaltning och andra tjänster i vilken sysselsättningen i ett stort antal myndigheter är inkluderad först fr. o. m. år 1980.

I förhållande till det totala antalet företag i näringslivet är antalet företag med minst 500 anställda mycket begränsat. År 1985 utgjorde dessa företag endast 0,5 % av totalantalet företag. Sysselsättningsmässigt är dock storföretagen synnerligen betydelsefulla, vilket framgår av tabell 3:4 nedan.

Inte heller dessa siffror från SCB är direkt jämförbara med utredningens, emedan SCB använder ett annat företagsbegrepp än utredningen. I SCB-statistiken redovisas varje juridisk enhet inom en koncern som *ett* företag och uppgifter om antalet anställda avser sysselsättningen i den juridiska enheten. Utredningen har i sin kartläggning räknat varje koncern som ett företag och inkluderat det i kartläggningen om koncernens sammanlagda sysselsättning motsvarar minst 500 anställda. De siffror som återfinns i tabellen ger således ett minimimått på hur stor andel av sysselsättningen som täcks av utredningens kartläggning.

Tabellen visar att 47 % av det totala antalet anställda år 1985 – i Sverige och inom de studerade näringsgrenarna – återfanns i företag med minst 500 anställda. Storföretagens andel av sysselsättningen var högst inom näringsgrenen gruvor och mineralbrott (73 %) och lägst inom varuhandel, restaurang och hotellrörelse (26 %). Inom tillverkningsindustrin svarade storföretagen för 53 % av totalantalet anställda.

I korthet kan således konstateras att omkring 60 % av den totala sysselsättningen i Sverige år 1985 återfanns inom de av utredningen studerade näringsgrenarna och att omkring hälften av antalet anställda i dessa näringsgrenar fångas upp genom ett studium av företag med minst 500 anställda. Därutöver täcker utredningens kartläggning en betydande del av antalet anställda i svenska företag utomlands. Motsvarande uppgifter för år 1978 har inte varit tillgängliga för utredningen.

Tabell 3:4 Antal årsanställda i Sverige år 1985 totalt och i företag med minst 500 årsanställda inom de av utredningen studerade näringsgrenarna.

Näringsgren	Anställda		
	Totalt	Varav i företag med minst 500 årsanställda	Andel
	x1 000	x1 000	%
Gruvor och mineralbrott	11	8	73
Tillverkningsindustri	859	454	53
El-, gas-, värme- och vattenverk	27	18	67
Byggnadsindustri	202	76	38
Varuhandel, restaurang och hotellrörelse	471	124	26
Samfärdsl, post- och televerk	272	192	71
Bank- och försäkringsverksamhet	262	108	41
Samtliga	2 104	980	47

3.4 Utredningens kartläggning i relation till aktiemarknadens struktur

De av utredningen studerade storföretagen utgörs i allt väsentligt av aktiebolag och bland dessa är de bolag av särskild betydelse, vilkas aktier är föremål för regelbunden handel på marknaden. Mot denna bakgrund ges i föreliggande avsnitt en kortfattad beskrivning av den svenska aktiemarknaden och vissa jämförelser görs mellan de storföretag som återfinns på aktiemarknaden och samtliga svenska aktiemarknadsföretag.

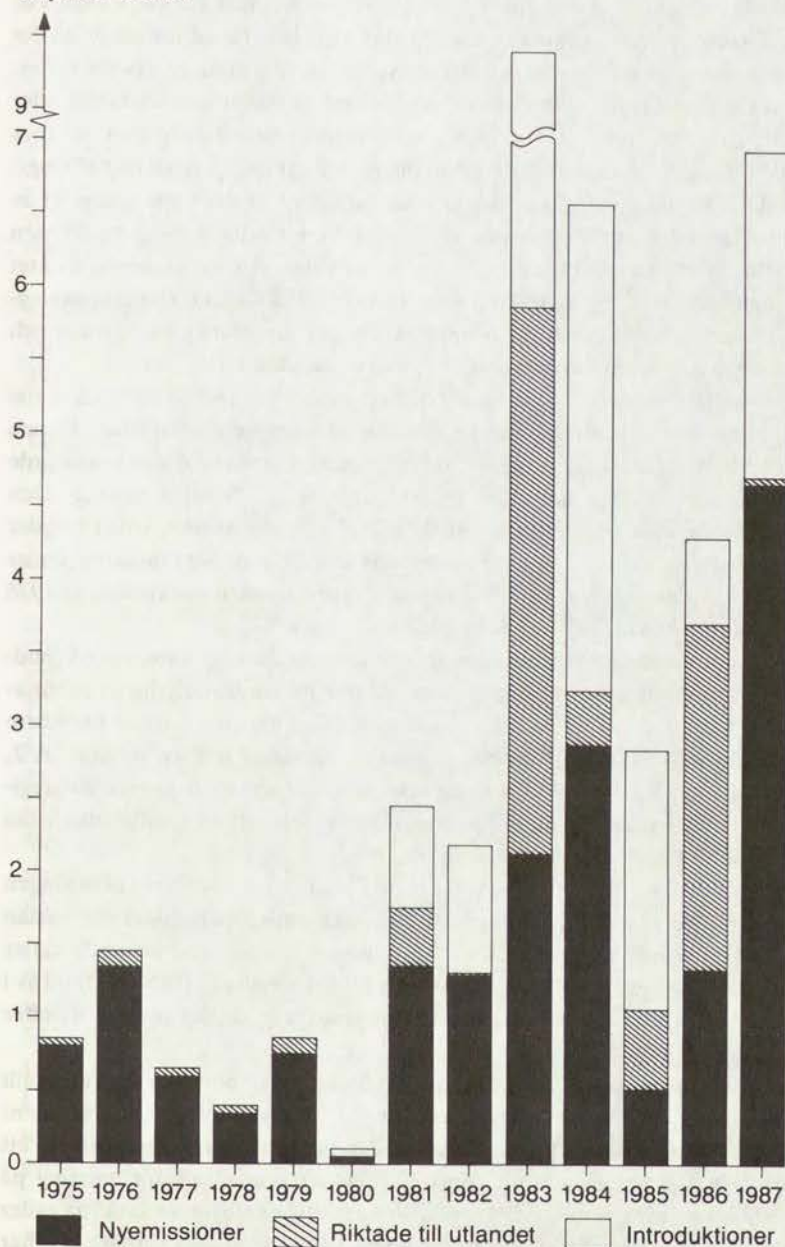
Den svenska aktiemarknadens utveckling präglades under den studerade perioden av att det totala antalet aktiemarknadsföretag ökade betydligt och att aktiehandeln fann delvis nya former. Aktiehandelns omsättning och aktiemarknadsföretagens samlade börsvärde steg också kraftigt. Därtill var nyemissionsvolymen historiskt sett mycket hög.

Aktiemarknaden kan sägas bestå av två skilda men ömsesidigt beroende delmarknader – en primärmarknad och en andrahandsmarknad. Med *primärmarknad* avses aktieköp i samband med nyemissioner. Genom nyemissioner erhåller företagen ytterligare riskkapital och stärker soliditeten, vilket skapar utrymme för investeringar eller ger möjlighet att överbrygga temporära nedgångar i lönsamheten.

Som framgår av diagram 3:2 nedan var aktiemarknadens riskkapitaltillskott genom nyemissioner betydligt högre under 1980-talets fem första år än under 1970-talets senare hälft. Nyemissionerna var speciellt omfattande år 1983 då de sammanlagda emissionsbeloppen uppgick till 9,4 miljarder kronor. Diagrammet visar på betydande skillnader mellan olika år, men ger också en bild av den mängd riskkapital som via primärmarknaden – under viss tid och vissa omständigheter – kan tillföras aktiemarknadsföretagen. År 1987 erhöll aktiemarknadsföretagen drygt 7 miljarder kronor i nytt riskkapital.

Diagram 3:2 Till svenska aktiemarknadsföretag tillfört belopp genom nyemissioner under perioden 1975–1987.

Miljarder kronor



Statistiken inbegriper företag med aktier noterade på A 1-, A 2- och OTC-listorna samt inofficiella listan och omfattar kontantemissioner till marknaden. Som emissionsdatum räknas datum för likvid.

Källa: År 1975–1979 fjärde AP-fondens årsredovisning. År 1980–1987 Stockholms fondbörs.

Förekomsten av en primärmarknad för aktier förutsätter i viss mån en väl fungerande *andrahandsmarknad*, vilken i det sammanhanget fyller två funktioner. För det första ger det på andrahandsmarknaden etablerade priset ett riktmärke mot vilket priset på nyemitterade aktier kan ställas. För det andra borgar en väl fungerande andrahandsmarknad för att de aktier som emitteras av aktiemarknadsföretag har en hög grad av likviditet, dvs. att de med så gott som omedelbar verkan kan omsättas i kontanter eller andra värdepapper. En sänkning av likviditetsrisken reducerar ägarnas avkastningskrav och underlättar därigenom företagets kapitalanskaffning.

Den svenska andrahandsmarknaden för aktier utgörs i allt väsentligt av den handel som förekommer vid Stockholms fondbörs. Vid fondbörsen fanns år 1978 endast en lista, A-listan, på vilken det vid utgången av året noterades totalt 138 aktieserier utgivna av 94 olika företag. Det sammanlagda börsvärdet på dessa aktier uppgick till närmare 44 miljarder kronor och den värdemässiga omsättningen var strax över 4 %.²

Vid sidan av handeln vid Stockholms fondbörs förekom år 1978 också viss handel med aktier noterade på den dåvarande fondhandlarlistan. Denna lista omfattade sammanlagt 42 aktieserier med ett samlat marknadsvärde uppgående till 3,3 miljarder kronor, utgivna av 39 olika företag. Den registrerade omsättningen uppgick till 76,5 miljoner kronor, vilket betyder att endast omkring 2 % av marknadsvärdet på denna lista omsattes under året. Av den totala registrerade omsättningen på aktiemarknaden år 1978 svarade fondhandlarlistan för endast omkring 4 %.

Vid årsskiftet 1979–1980 erhöll Stockholms fondbörs monopol på fondbörsverksamhet och en successiv avveckling av fondhandlarlistan påbörjades. Från den 1 januari 1981 reserverades den tidigare A-listan för större företag och ändrade namn till A 1-listan, samtidigt som en ny lista, A 2, inrättades för företag med mindre aktiekapital. I samband därmed börsregistrerades flertalet av de aktier som tidigare noterats på fondhandlarlistan och introducerades på A 2-listan.

Av tabell 3:5 nedan framgår att det på fondbörsens A-listor vid utgången av år 1985 noterades sammanlagt 275 olika aktieserier, vilket var nästan dubbelt så många som år 1978. Även antalet företag med noterade aktier ökade betydligt, från 94 företag år 1978 till 171 företag år 1985. Till följd av i första hand en omfattande uppköpsaktivitet har antalet företag därefter reducerats något.

För registrering av aktier vid fondbörsen har börsstyrelsen uppställt krav rörande dels företagets kapitalstorlek, dels spridningen av företagets aktier. För notering på A 1-listan gäller bl. a. att företagen skall ha ett aktiekapital uppgående till minst 10 miljoner kronor och för notering på A 2-listan minst 2 miljoner kronor. Vad avser spridningen av aktierna gäller för A 1-listan att det måste finnas minst 1 000 ägare som vardera innehar

² Omsättningen är i detta avsnitt beräknad som årsomsättning dividerad med det samlade dagsvärdet per ultimo respektive år. En mer korrekt metod är att utnyttja årets genomsnittliga marknadsvärde.

Tabell 3:5 Antal aktieserier noterade på Stockholms fondbörs A-listor vid utgången av år 1978–1987.

	1978	1979	1980	1981 ^a	1982	1983	1984	1985	1986	1987
Antal aktie-serier	138	139	149	180	193	215	263	275	273	281
Antal företag	94	96	103	130	139	150	160	171	161	157

^a I samband med avvecklingen av fondhandlarlistan tillkom den 1 januari 1981 A 2-listan på vilken 29 företag introducerades under året. Av dessa återfanns 23 tidigare på fondhandlarlistan.

minst en s.k. börspost.³ För A 2-listan gäller att företagen skall ha minst 400 börspostägare. Vidare gäller som spridningskrav att högst 90 % av det aktieslag som noteras får ägas av en enskild ägare eller ägargrupp.

Tabell 3:6 Inregistreringskrav för aktier vid Stockholms fondbörs och OTC-listan år 1985.

	Aktiekapital mkr	Eget kapital mkr	Antal börs- postägare
A 1-listan	10	20	1 000
A 2-listan	2	4	400
OTC-listan	2	4	300

Den totala omsättningen på fondbörsens A-listor år 1985 var 83,4 miljarder kronor och det samlade marknadsvärdet uppgick vid årets slut till närmare 285 miljarder kronor. Uttryckt i fast penningvärde var marknadsvärdet närmare fyra gånger högre än år 1978. En för marknadens likviditet och förmåga till adekvat prissättning betydelsefull faktor är omsättningshastigheten. Denna uppgick år 1985 till närmare 30 %, vilket var sju gånger högre än år 1978.

Som framgår av tabell 3:5 ovan minskade antalet företag med aktier noterade på fondbörsens A-listor något under år 1986 och år 1987. Det samlade marknadsvärdet av aktierna på dessa listor steg dock med omkring 50 % under år 1986 och uppgick vid årets slut till 433 miljarder kronor. Denna kursutveckling bröts under hösten 1987. Som en följd av kraftiga kursfall sjönk A-listornas samlade marknadsvärde och uppgick vid årets utgång till 412 miljarder kronor. Såväl år 1986 som år 1987 omsattes omkring en tredjedel av A-listornas samlade marknadsvärde.

Även efter börsmonopolets införande kom en betydande handel att idkas med aktier som inte inregistrerats vid Stockholms fondbörs. Den mest

³ Med börspost förstås det lägsta antal aktier eller lägsta nominella belopp som får bli föremål för notering. Riktvärdet för A 1-listan är ett basbelopp och för A 2-listan ett halvt basbelopp.

organiserade delen av denna handel utgörs av den s.k. OTC-marknaden, vilken tillskapades år 1982. OTC-marknaden är kopplad till Stockholms fondbörs bl. a. genom att handeln sker i dess lokaler och främst mellan börsmedlemmar. Aktierna är emellertid inte inregistrerade vid fondbörsen. Som grund för handel och notering ligger ett avtal mellan företaget och en s.k. market-maker, vilken vanligen är en bank eller en fondkommissionär. Avtalet specificerar bl. a. market-makerns skyldighet att upprätthålla en marknad i företagets aktier och ålägger denne ett ansvar för en tillfredsställande information om företaget. Börschefen skall fortlöpande informeras i frågor som rör OTC-företagen och kan i samråd med market-makern besluta om noteringsstopp. Handeln med OTC-aktier står under bankinspektionens tillsyn.

Vid utgången av OTC-marknadens första år noterades på OTC-listan endast två aktieserier utgivna av två företag. Vid utgången av år 1985 hade antalet noterade aktieserier ökat till 71 utgivna av 71 företag med ett samlat marknadsvärde uppgående till omkring 6,2 miljarder kronor. Antalet OTC-företag ökade således dramatiskt på kort tid, men handeln i OTC-aktier utgör trots det en ringa del av den totala aktiemarknaden i Sverige. År 1985 svarade den värdemässigt för endast omkring 1 % av aktiehandeln vid Stockholms fondbörs.

Förutom i OTC-företag förekommer också någorlunda regelbunden handel med aktier i ytterligare ett antal företag. Fram till sommaren 1988 bedrevs denna handel helt vid sidan av Stockholms fondbörs verksamhet och utan tillsyn från någon myndighet. Kurser för dessa aktier noterades regelbundet i dagspressen på den s. k. inofficiella listan och väntelistan. Några kriterier för notering på dessa listor fanns inte. För väntelistan gällde dock som regel att företaget ansökt om att få sina aktier inregistrerade vid fondbörsen. Vid utgången av år 1985 återfanns 33 aktieserier utgivna av 28 företag på den s. k. inofficiella listan, medan det på väntelistan noterades fem aktieserier utgivna av fyra företag.

I tabell 3:7 nedan redovisas dels antalet företag vilkas aktier vid utgången av år 1985 var föremål för någon form av notering, dels marknadsvärdet och omsättningen på de då aktuella listorna.

Tabell 3:7 Antal företag noterade på olika kurslistor vid utgången av år 1985 samt totalt marknadsvärde och omsättning för respektive lista.

Kurslista	Antal företag	Marknadsvärde per 1985-12-31 mkr	Omsättning* %
A 1	125	273 400	28
A 2	46	11 300	49
OTC	71	6 200	uppgift saknas
Vänte	4	700	uppgift saknas
Inofficiell	28	8 700	uppgift saknas
Samtliga	274	300 300	

* Beräknat som total omsättning under år 1985 dividerad med det samlade marknadsvärdet per 1985-12-31.

Vid halvårsskiftet år 1988 tillkom ytterligare en lista för aktienoteringar, nämligen den s. k. O-listan, vilken är avsedd för oregistrerade aktier. De aktier som noteras på O-listan får handlas genom fondbörsens datasystem under förutsättning att de företag som givit ut aktierna förbinder sig att uppfylla i princip samma krav på informationsgivning som börsföretagen. Så gott som samtliga aktier som noterades på väntelistan respektive den inofficiella listan fördes över till O-listan, vilket medförde att väntelistan helt försvann och att endast fem företag hade sina aktier inofficiellt noterade vid utgången av augusti 1988.

Utredningens kartläggning avser, som ovan redovisats, fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda i Sverige eller utomlands. År 1985 fanns det i svenskt näringsliv 284 företag som uppfyllde dessa kriterier, varav 111 företag var aktiemarknadsföretag.

På såväl fondbörsens listor som övriga kurslistor noteras i vissa fall aktier i dels ett moderföretag, dels ett eller flera icke helägda dotterföretag till moderföretaget. För att antalsmässigt kunna relatera de av utredningen studerade 111 storföretag som också återfanns på aktiemarknaden år 1985 till samtliga aktiemarknadsföretag, är det därför nödvändigt att till de 111 företagen lägga 58 dotterföretag som noterades på någon kurslista år 1985.

Av tabell 3:8 nedan framgår att utredningens undersökning därigenom omfattade drygt 75 % av antalet företag på A 1- och A 2-listorna och drygt 60 % av samtliga aktiemarknadsföretag.

Relateras i stället de studerade aktiemarknadsföretagen till samtliga aktiemarknadsföretag i värdestermer framgår att utredningens kartläggning täcker drygt 75 % av värdet på samtliga aktiemarknadsföretag.

Tabell 3:8 Antal studerade storföretag på aktiemarknaden år 1985 fördelade på kurslistor.

Kurslista	Totalt antal företag	Studerat antal företag
A 1	125	98
A 2	46	31
OTC	71	19
Vänte	4	4
Inofficiella	28	17
Samtliga	274	169

3.5 Grundmaterial

På basis av bearbetade aktieböcker från Värdepapperscentralen (VPC) och bolagsstämmaprotokoll från patent- och registreringsverket har utredningen låtit upprätta ett register över ägarandelar representerande minst 2 % av aktiekapitalet eller röstetalet i de studerade företagen respektive år. Registret innehåller för år 1985 uppgifter om 439 företag med sammanlagt 1 900 registrerade ägarandelar. För år 1978 omfattar registret 331 företag och 1 100 ägarandelar.

De ägarandelar som på detta sätt registrerats för aktiemarknadsföretagen år 1985 täcker i genomsnitt 72 % av aktiekapitalet och 80 % av röstetalet i företagen. För år 1978 är täckningsgraden i motsvarande företag 49 % respektive 55 %. När det gäller företag utanför aktiemarknaden omfattar registret med få undantag hela aktiekapitalet och röstetalet.

Vid registrering av ägarnas andelar i företagen har ambitionen varit att ange varje ägares innehav för sig och att undvika sammanslagningar av varandra närstående ägares innehav. Grundmaterialets karaktär har emellertid gjort att denna princip inte till fullo kunnat följas. Ägardata har hämtats från företaget Aktiemarknadsbevakning, vilket bearbetar företagens aktieböcker på ett sådant sätt att ägarna rangordnas storleksmässigt. I samband med denna bearbetning sker emellertid också vissa sammanslagningar av aktieposter tillhöriga varandra närstående ägare. I utredningens register är av detta skäl aktieinnehav som tillhör medlemmar i samma familj sammanslagna till en aktiepost. Vidare har till denna post förts innehav tillhöriga familjekontrollerade förvaltningsföretag som i princip inte bedriver annan verksamhet än förvaltning av familjens aktieportfölj. Detsamma gäller familjeanknutna stiftelsers innehav. Som exempel kan nämnas att innehav tillhöriga det av Erik Penser kontrollerade förvaltningsföretaget Yggdrasil betecknats som tillhöriga Erik Penser och att innehav tillhöriga Knut och Alice Wallenbergs stiftelse inkluderats i "släkten Wallenbergs" aktieposter.

I övrigt har inte några sammanslagningar gjorts i grundmaterialet, vilket exempelvis innebär att de båda Wallenberganknutna investmentföretagen Investor och Providentias innehav i ASEA och en rad andra företag redovisas som separata aktieposter. I analyserna har däremot sammanslagningar skett i de fall det ansetts motiverat.

Utöver ägarnas andelar av aktiekapital och röstetal har utredningen för varje företag registrerat uppgifter om det totala antalet årsanställda samt för aktiemarknadsföretagens del även om aktiekapitalets storlek och kursen på företagets aktier. Dessa uppgifter har hämtats från företagets årsredovisningshandlingar samt från riksskatteverkets deklarationsanvisningar. Slutligen har uppgifter inhämtats från VPC om det totala antalet aktieägare i företagen. Det bör dock i fråga om dessa uppgifter noteras att de inte inkluderar utländska ägare som har sina aktier hos utländska förvaltare. Därigenom uppstår en underskattning av totalantalet ägare i en del företag.

Vid de beräkningar av olika ägarkategoriernas andelar av det totala börsvärdet som SCB utfört och som redovisas i betänkandet, har börsvärdet för varje företag beräknats genom att antalet aktier i olika aktieserier multiplicerats med den av riksskatteverket angivna deklarationskursen. I de fall en viss aktieserie inte är inregistrerad vid Stockholms fondbörs anges emellertid inte heller någon deklarationskurs. SCB har då använt den högsta kursen för någon av företagets övriga aktieserier. Metoden resulterar i ett något högre börsvärde än vad som vanligtvis anges från Stockholms fondbörs sida, emedan det senare baseras endast på vid fondbörsen inregistrerade aktieserier.

3.6 Sammanfattning

Ägarutredningens kartläggning av ägar- och inflytandestrukturen i näringslivet avser i första hand förhållandena vid utgången av år 1978 och år 1985.

Kartläggningen omfattar samtliga näringsgrenar utom jordbruk, skogsbruk, jakt och fiske. Vidare har större delen av näringsgrenen offentlig förvaltning och andra tjänster uteslutits. Kartläggningen avser förhållandena i storföretag, varmed avses företag med minst 500 anställda. Omkring 60 % av den totala sysselsättningen i Sverige år 1985 återfanns inom de studerade näringsgrenarna och omkring hälften av antalet anställda i dessa näringsgrenar fångas upp i utredningens studie av storföretag. Därutöver täcker utredningens kartläggning en betydande del av antalet anställda i svenska företag utomlands.

Den del av de studerade storföretagen som utgörs av aktiemarknadsföretag representerade drygt 60 % av det totala antalet aktiemarknadsföretag år 1985 och hade ett marknadsvärde motsvarande drygt 75 % av marknadsvärdet på samtliga aktiemarknadsföretag.

4 Ägande och inflytande i storföretagen

4.1 Inledning

I föreliggande kapitel presenteras de resultat som framkommit i utredningens kartläggning av ägar- och inflytandestrukturen i det svenska näringslivets *storföretag*, varmed avses koncerner eller fristående företag med minst 500 anställda i Sverige eller utomlands. Kartläggningen avser i huvudsak perioden från årsskiftet 1978–1979 till årsskiftet 1985–1986, men har i flera avseenden utsträckt till år 1988. Vissa jämförelser görs också med ägarförhållandena år 1950 och år 1963.

I avsnitt 4.2 redovisas *storföretagspopulationen* och företagen delas upp i olika kategorier med avseende på ägarförhållanden. Vidare beskrivs de förändringar i storföretagspopulationens sammansättning som ägde rum under den studerade perioden.

I avsnitt 4.3 koncentreras intresset till *privatägda svenska storföretag*. Med hänsyn till de stora skillnader i fråga om ägar- och inflytandestruktur som ofta föreligger mellan företag på aktiemarknaden och företag i vilkas aktier eller andelar det inte förekommer någon regelbunden handel, delas beskrivningen upp i två delar. I den första, 4.3.1, ges en utförlig redovisning av strukturen i *privatägda svenska storföretag på aktiemarknaden*. Beskrivningen avser:

- antalet ägare
- ägarkoncentrationen
- röstandelskoncentrationen
- inflytandekoncentrationen
- ägarnas kategoritillhörighet
- kontrollägarskiftet och företagsuppköp
- ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande.

I den andra delen, 4.3.2, behandlas på ett mer kortfattat sätt ägar- och inflytandestrukturen i *privatägda svenska storföretag utanför aktiemarknaden*.

Redovisningen i avsnitt 4.3 avser ägar- och inflytandestrukturen i enskilda företag och tar inte hänsyn till att många ägare har intressen i flera företag. I avsnitt 4.4 däremot riktas uppmärksamheten mot ägare som har möjlighet att utöva kontroll över flera storföretag. En redovisning görs av *stora ägare* i näringslivet.

Slutligen ges i avsnitt 4.5 en översiktlig beskrivning av det tilltagande bruket av *konvertibler, teckningsoptioner och likartade finansiella instrument* med anknytning till aktiemarknaden.

4.2 Storföretagen år 1978 och år 1985

I svenskt näringsliv fanns år 1985 sammanlagt 284 koncerner eller fristående företag med minst 500 anställda i Sverige eller utomlands, vilka tillsammans hade 1,6 miljoner årsanställda.¹ Med utgångspunkt i ägarförhållanden har utredningen delat in dessa företag i fyra kategorier, nämligen:

- utlandsägda företag
- offentligt ägda svenska företag
- föreningsägda svenska företag
- privatägda svenska företag.

Till kategorin utlandsägda företag har förts företag i vilka mer än hälften av röstetalet eller motsvarande innehades av utländska ägare.² Kategorin offentligt ägda svenska företag utgörs på samma sätt av företag i vilka mer än hälften av röstetalet eller motsvarande innehades av stat, landsting eller kommuner. Med föreningsägda svenska företag avses företag drivna i föreningsform samt företag med annan associationsform i vilka mer än hälften av röstetalet eller motsvarande innehades av en eller flera föreningar. Till denna kategori har också förts ömsesidigt ägda försäkringsföretag samt sparbanksrörelsen. Med privatägda svenska företag avses slutligen företag i vilka mer än hälften av röstetalet eller motsvarande innehades av svenska fysiska eller juridiska personer som inte tillhörde någon av de övriga kategorierna.

Av de 284 företagen tillhörde 43 företag kategorin *utlandsägda*. Det största av dessa var det skandinaviska flygbolaget SAS, i vilket den svenska ägarandelen är tre sjundedelar och resten delas lika mellan norska och danska intressen. SAS hade år 1985 drygt 30 000 anställda. Så gott som samtliga övriga utlandsägda företag var dotterföretag till utländska företag. I jämförelse med svenskägda storföretag var de genomsnittligt små och hade tillsammans knappt 90 000 anställda, vilket motsvarade omkring 6 % av det totala antalet anställda i storföretagen år 1985. Företagen var i huvudsak verksamma inom transport-, elektronik-, kemi- och livsmedelssektorerna. Störst var Svenska Philips med omkring 5 000 anställda i Sverige.

I 35 företag innehades majoriteten av röstetalet av *offentliga* intressen. Flertalet av dem hade staten som huvudägare, men i gruppen ingår också

¹ Det bör observeras att uppgiften om antalet koncerner och fristående företag inte är jämförbar med de i avsnitt 3.3.2 redovisade uppgifterna i vilka varje företag inom en koncern särredovisas. I appendix A redovisas de 50 sysselsättningsmässigt största företagen i svenskt näringsliv år 1985.

² I kategorin utländska företag har även inkluderats utländska dotterföretag i Sverige, trots att dessa inte uppfyller kravet på att vara fristående företag eller egna koncerner.

några kommunal- och landstingsägda företag. Av det totala antalet anställda i storföretagen återfanns en femtedel, eller drygt 300 000 anställda, i denna kategori. De tio största företagen svarade för fyra femtedelar av sysselsättningen i de offentligt ägda företagen och över hälften av de anställda återfanns i fyra affärsdrivande verk, nämligen postverket, statens järnvägar, statens vattenfallsverk och televerket.³

Av storföretagen år 1985 var 20 *föreningsägda*. I dessa dominerades ägarbilden av producent- och konsumentkooperationen. Producentkooperationen hade sin tyngdpunkt i förädling av råvaror från jord- och skogsbruk, medan verksamheten inom konsumentkooperationen till lika delar utgjordes av detaljhandel och produktion av konsumentvaror. Som påpekats har till kategorin föreningsägda företag också förts ömsesidigt ägda försäkringsföretag samt sparbanksrörelsen. Sammanlagt svarade de föreningsägda företagen för drygt en tiondel av det totala antalet anställda i storföretagen.

I 181 av de 284 storföretagen innehades röstmajoriteten av svenska fysiska eller juridiska personer som inte tillhörde någon av de övriga kategorierna.⁴ Dessa *privatägda svenska storföretag* hade sammanlagt 1 miljon anställda, vilket motsvarade knappt två tredjedelar av den totala sysselsättningen i storföretagen. De tio största företagen svarade tillsammans för närmare hälften av sysselsättningen. Av dessa var sju verkstadsföretag, medan övriga tre företag hade sin tyngdpunkt inom entreprenad-, trä- respektive gruvindustrin. Omkring en tredjedel av det totala antalet anställda i de privatägda svenska storföretagen år 1985 var verksamma utomlands och många företag hade fler anställda utomlands än i Sverige. Det senare var fallet i bl. a. Electrolux, SKF, Swedish Match, Sandvik, Atlas Copco, Esselte, Alfa-Laval och AGA.

Tabell 4:1 Fristående företag eller koncerner i svenskt näringsliv med minst 500 anställda år 1985 fördelade på kategorier med utgångspunkt i ägarförhållanden. (284 företag)

Kategori	Företag		Anställda	
	antal	%	antal	%
Utlandsägda företag	43	15	88 000	6
Offentligt ägda svenska företag	35	12	312 000	20
Föreningsägda svenska företag	20	7	176 000	11
Privatägda svenska företag	181	64	1 000 000	63
Delat huvudägarskap ^a	5	2	4 000	<1
Samtliga	284	100	1 580 000	100

^a Se not 4 nedan.

³ Till de stora offentliga företagen kan också räknas Samhällsföretag (nuvarande Samhall). Företaget har inte inkluderats i undersökningen.

⁴ Fem företag har inte kunnat klassificeras enligt majoritetsägarprincipen. I dessa delades röstetalet lika mellan två ägare från olika ägarkategorier. Företagen i fråga återfinns i tabell 4:1 under rubriken Delat huvudägarskap.

Vid en jämförelse över tiden framgår att såväl det totala antalet storföretag som den sammanlagda sysselsättningen i dessa företag var i stort sett densamma år 1978 som år 1985. Jämförs tabell 4:1 med tabell 4:2 nedan framgår att några större förändringar inte heller ägde rum i fråga om företagens ägarkategoritillhörighet. Vid båda tillfällena var majoriteten av storföretagen privatägda svenska företag.

Tabell 4:2 Fristående företag eller koncerner i svenskt näringsliv med minst 500 anställda år 1978 fördelade på kategorier med utgångspunkt i ägarförhållanden. (289 företag)

Kategori	Företag		Anställda	
	antal	%	antal	%
Utländsägda företag	43	15	81 000	5
Offentligt ägda svenska företag	28	10	258 000	17
Föreningsägda svenska företag	19	7	191 000	13
Privatägda svenska företag	189	65	944 000	63
Delat huvudägarskap	10	3	27 000	2
Samtliga	289	100	1 501 000	100

Att antalet företag och anställda liksom fördelningen på kategorier i stort sett var densamma vid båda tillfällena innebär emellertid inte att det var samma företag som utgjorde storföretag i svenskt näringsliv år 1978 som år 1985. Tvärtom ägde betydande förändringar rum inom storföretagspopulationen under perioden. Av de 289 storföretagen år 1978 återstod i 1985 års population endast 196 företag. Se tabell 4:3 nedan.

En knapp tredjedel av 1978 års storföretag uppfyllde år 1985 inte kriteriet att vara ett fristående företag eller en koncern, med minst 500 anställda, vilket till övervägande del förklaras av att företagen i fråga köptes upp av något annat företag. I 59 av de 93 företag som lämnade storföretagspopulationen under den studerade perioden var detta således en följd av att något annat företag förvärvade aktier eller andelar motsvarande mer än halva röstetalet i företaget. Förvärven medförde dock endast undantagsvis att företagen i fråga försvann i egenskap av juridisk person eller att verksamheten upphörde. Flertalet av de uppköpta företagen existerade år 1985 som dotterföretag till det köpande företaget.

En annan viktig förklaring till att företag lämnade storföretagspopulationen var att antalet anställda minskade till färre än 500 under den studerade perioden. Det var fallet i 25 av företagen. Slutligen gick 6 av storföretagen i konkurs och 3 företag försvann av annat skäl ur populationen.

Emellertid tillkom också i stort sett lika många storföretag som det bortföll under perioden. Drygt hälften av de företag som tillkom existerade som fristående företag eller koncerner redan år 1978, men hade då färre än 500 anställda. Resterande företag var nya i den meningen att de år 1978 inte var fristående företag eller koncerner. Det innebär emellertid inte att de ej bedrev verksamhet redan år 1978. Tvärtom var många av de tillkomna företagen s.k. avknopningsföretag från redan existerande storföretag. Som

Tabell 4.3 Förändringar i storföretagspopulationen mellan år 1978 och år 1985.

Kategori	Antal företag år 1978	Uppköpt under perioden	Färre än 500 an- ställda år 1985	Kon- kurs under perio- den	Övrigt	Återstår år 1985	Bildade efter år 1978	Färre än 500 an- ställda år 1978	Övrigt	Antal företag år 1985
Privatägda svenska företag	189	-45	-17	-6	-1	=120	+25	+36	-	=181
Utlandsägda företag	43	-5	-5	-	-2	= 31	+3	+6	+3	= 43
Offentligt ägda svenska företag	28	-3	-1	-	-	= 24	+6	+3	+2	= 35
Föreningsägda svenska företag	19	-1	-	-	-	= 18	-	+2	-	= 20
Delat huvud- ägarskap	10	-5	-2	-	-	= 3	+1	+1	-	= 5
Samtliga	289	-59	-25	-6	-3	=196	+35	+48	+5	=284

exempel kan nämnas Volvos försäljningsföretag Catena vars verksamhet år 1978 var en del av Volvo-koncernen, men under perioden bröts ut till ett fristående företag.

Tabell 4:3 visar också att förändringarna i storföretagspopulationen framför allt ägde rum inom kategorierna privatägda svenska och utlandsägda företag. Inom kategorin offentligt ägda företag försvann endast ett fåtal företag ur storföretagspopulationen och inom kategorin föreningsägda företag kvarstod alla utom ett företag i 1985 års population.

4.3 De privatägda svenska storföretagens ägar- och inflytandestruktur

Såväl år 1978 som år 1985 tillhörde flertalet storföretag i svenskt näringsliv kategorin privatägda svenska företag och vid båda mättillfällena svarade dessa för närmare två tredjedelar av det totala antalet anställda i storföretagen liksom för en betydande andel av den samlade produktionen i näringslivet. Så gott som samtliga dessa företag drevs i aktiebolagsform, vilket medför att deras ägarstruktur kan beskrivas i termer av aktiestockens fördelning i olika avseenden. Det gäller dels den storleksmässiga fördelningen, dels fördelningen på olika ägarkategorier. Variationen bland företagen var i dessa avseenden mycket stor. Vissa företag hade endast en ägare, medan andra hade tio tusentals ägare. I vissa företag innehades så gott som samtliga aktier av fysiska personer, medan ägarbilden i andra dominerades av institutioner.

Som regel föreligger väsentliga skillnader i ägarstruktur mellan företag vilkas aktier är föremål för regelbunden handel på aktiemarknaden och företag i vilkas aktier sådan handel ej förekommer. Beskrivningen av de privatägda svenska storföretagens ägar- och inflytandestruktur delas därför upp i två delar. Den ena avser storföretag vilkas aktier är föremål för regelbunden handel på aktiemarknaden (4.3.1) och den andra storföretag utanför aktiemarknaden (4.3.2). De förstnämnda företagen benämns fortsättningsvis aktiemarknadsföretag och utgörs av fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda, vilkas aktier år 1985 noterades på Stockholms fondbörs A 1- eller A 2-lista eller på OTC-, vänte- eller inofficiella listan eller år 1978 noterades på dåvarande börs- eller fondhandlarlistan.⁵

4.3.1 Privatägda svenska storföretag på aktiemarknaden

Av samtliga 181 privatägda svenska storföretag år 1985 var knappt 60 % aktiemarknadsföretag, medan resterande 40 % av företagen stod utanför

⁵ Begreppet aktiemarknadsföretag är inte synonymt med det i lagen (1985:571) om värdepappersmarknaden använda begreppet aktiemarknadsbolag. Det senare inbegriper endast börs- och OTC-företag.

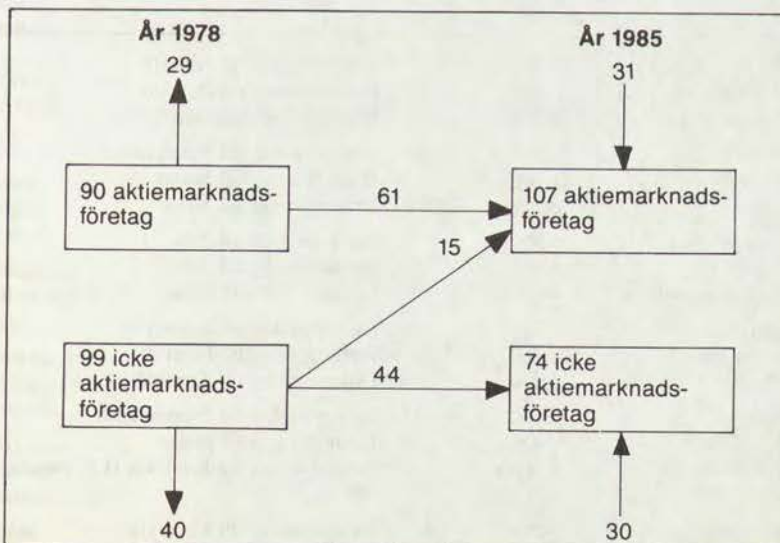
Tabell 4:4 Privatägda svenska fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda år 1978 respektive år 1985 fördelade på aktiemarknads- och icke-aktiemarknadsföretag.

	Antal företag		Antal anställda	
	1978	1985	1978	1985
Aktiemarknadsföretag	90	107	830 000	860 000
Icke-aktiemarknadsföretag	99	74	150 000	140 000
Samtliga	189	181	980 000	1 000 000

aktiemarknaden, se tabell 4:4 ovan. Räknat i antal anställda dominerades populationen helt av aktiemarknadsföretagen (86 %) med i genomsnitt 8 000 anställda, vilket var fyra gånger fler än genomsnittet för icke-aktiemarknadsföretagen. Av tabellen framgår också att en viss förändring ägde rum under perioden så till vida att en något större andel av de privatägda svenska storföretagen och de anställda i dessa företag återfanns i aktiemarknadsföretag år 1985 jämfört med år 1978. Det kan också noteras att de 107 studerade aktiemarknadsföretagen år 1985 hade ett sammanlagt marknadsvärde motsvarande omkring tre fjärdedelar av marknadsvärdet på samtliga aktiemarknadsföretag vid samma tidpunkt.

Av figur 4:1 nedan framgår att 61 av 1978 års 90 aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda kvarstod i denna grupp år 1985, medan 29 företag bortföll under perioden. Figuren visar också att totalt 46 nya aktiemark-

Figur 4:1 Förändringar i populationen privatägda svenska företag med minst 500 anställda mellan år 1978 och år 1985.



nadsföretag med minst 500 anställda tillkom under perioden. Av dessa 46 företag uppfyllde 15 företag redan år 1978 kriteriet att ha minst 500 anställda, men återfanns då inte på aktiemarknaden. Resterande 31 företag existerade inte som fristående företag eller koncerner år 1978 eller hade då färre än 500 anställda.

I den grupp av 61 privatägda företag som under hela perioden 1978–1985 hade minst 500 anställda och återfanns på aktiemarknaden ingår flertalet av de företag som brukar anses utgöra kärnan i den privatägda delen av svenskt näringsliv och som svarar för en betydande andel av näringslivets sysselsättning, förädlingsvärde och export. Ett karakteristiskt drag hos många av dessa företag är en tilltagande internationalisering på såväl produkt- som faktormarknaderna. Flera av dem har expanderat kraftigt utomlands genom förvärv av andra företag och hade år 1985 ett större antal anställda utomlands än i Sverige. Det totala antalet anställda i de 61 företagen ökade från 700 000 till 800 000 under perioden och omkring två tredjedelar av denna ökning ägde rum utomlands.

De 29 företag som bortföll ur populationen under perioden redovisas i tabell 4:5 nedan. Av tabellen framgår att orsaken till bortfallet i 25 av 29 fall var att företaget i fråga köptes upp av eller fusionerades med något annat företag. I samtliga 25 fall var det förvärvande företaget ett annat aktiemarknadsföretag. Tre av företagen försvann till följd av att de år 1985 hade färre än 500 anställda och ett företag försvann efter konkurs.

Tabell 4:5 Företag som under perioden 1978–1985 bortföll ur gruppen privatägda svenska fristående företag eller koncerner på aktiemarknaden med minst 500 anställda. (29 företag)

Företag år 1978	Antal anställda år 1978	Företagets situation år 1985
AEG	2 500	Dotterföretag till Ahlsell
Ahlsell ^a	2 900	Dotterföretag till Boliden
Asken ^a	4 900	Färre än 500 anställda
Bahco ^a	4 400	Dotterföretag till Promotion
Beijerinvest	11 600	Dotterföretag till Volvo
Billerud	8 100	Dotterföretag till Stora
Custos ^a	800	Färre än 500 anställda
Fläkt ^a	11 600	Dotterföretag till Asea
Företagsfinans ^a	600	Färre än 500 anställda
Garphyttan ^a	700	Dotterföretag till Incentive
Gränges	20 200	Dotterföretag till Electrolux
Höganäs ^a	3 100	Dotterföretag till Kanthal
J&W ^a	900	Dotterföretag till Programator
Kema Nobel	7 400	Dotterföretag till Nobel
Kinnevik	1 800	Dotterföretag till Kinnevik (f.d. Fagers- ta)
Korsnäs ^a	4 500	Dotterföretag till Kinnevik
Monark	4 200	Dotterföretag till Aritmos
Nife	2 300	Dotterföretag till Sonesson

Forts. tabell 4:5

Företag år 1978	Antal anställda år 1978	Företagets situation år 1985
Nymölla ^a	600	Dotterföretag till Papyrus
Persöner	700	Dotterföretag till Sonesson
Saléninvest	3 200	Konkurs
Scansped ^a	2 400	Dotterföretag till Bilspedition
Skandinav. Elverk	800	Dotterföretag till Asea
Säfveån ^a	2 500	Dotterföretag till Catena
Tretorn	1 700	Dotterföretag till Aritmos
Uddeholm	10 300	Dotterföretag till AGA
Uplandsbanken ^a	600	Fusionerad med Sundsvallsbanken
Uppsala-Ekeby	2 000	Dotterföretag till Proventus
Weibulls	1 100	Dotterföretag till Cardo
Samtliga	118 400	
Genomsnitt	4 100	

^a Företaget var år 1985 alltjämt inregistrerat vid Stockholms fondbörs.

Den tillkomna gruppen företag består som påpekats av dels 15 företag som år 1978 hade minst 500 anställda, men stod utanför aktiemarknaden, dels 31 företag som hade färre än 500 anställda eller inte alls existerade som fristående företag eller koncerner år 1978. Beträffande de sistnämnda företagen kan konstateras att 15 företag hade färre än 500 anställda år 1978, att 9 företag var dotterföretag till andra företag detta år och att 7 företag bildades under perioden. De tillkomna företagen redovisas i tabell 4:6 nedan.

Tabell 4:6 Företag som under perioden 1978–1985 tillkom i gruppen privatägda svenska fristående företag eller koncerner på aktiemarknaden med minst 500 anställda. (46 företag)

Företag år 1985	Antal anställda år 1985	Företagets situation år 1978
Anderson	2 400	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Argentus	1 600	Fanns ej
B & B	900	Färre än 500 anställda
Bergman	900	Färre än 500 anställda
Bilspedition	4 200	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Brio	800	Färre än 500 anställda
Catena	4 800	Dotterföretag till Volvo
Componenta	1 400	Dotterföretag till Bofors
Consilium	700	Fanns ej
Datatronik	600	Färre än 500 anställda
Ellos	900	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Enström	700	Färre än 500 anställda
Fenix	1 100	Fanns ej
Fermenta	1 700	Dotterföretag till Astra
Finnveden	900	Fanns ej

Forts. tabell 4:6

Företag år 1985	Antal anställda år 1985	Företagets situation år 1978
Forsheda	1 400	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Geveko	600	Färre än 500 anställda
Hasselfors	700	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Hevea	5 000	Färre än 500 anställda
Investment AB Beijer	1 000	Fanns ej i nuvarande form
JM	3 000	Dotterföretag till Industrivärden
Lindab	800	Färre än 500 anställda
Ljungdahl	900	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Lundberg	2 000	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Lundgren	600	Färre än 500 anställda
Nea	1 000	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Norden	600	Dotterföretag till Swedish Match
NPL Conata	1 400	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Parafront	1 400	Fanns ej
Parcon	700	Fanns ej
Pharos	1 500	Dotterföretag till AGA
Philipson	1 600	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Platzer	1 000	Dotterföretag till Gränges
Programator	2 200	Färre än 500 anställda
Pronator	1 300	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Scapa	600	Färre än 500 anställda
Siab	4 200	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Skandia International	1 600	Dotterföretag till Skandia
Skoogs	600	Färre än 500 anställda
Sonesson	10 000	Dotterföretag till Beijerinvest
Strålfors	700	Färre än 500 anställda
Swanboard	1 000	Färre än 500 anställda
Swepart	800	Färre än 500 anställda
Sydsvenska Dagbladet	1 500	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
VIAK	1 100	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
VLT	700	Fler än 500 anställda, men ej aktiemarknadsföretag
Samtliga	75 100	
Genomsnitt	1 600	

Markanta sysselsättningsmässiga storleksskillnader föreligger mellan de bestående företagen och de företag som föll bort respektive tillkom i populationen. År 1978 uppgick antalet sysselsatta i de 61 företag som fanns med under hela perioden till i genomsnitt 11 000 och i de 29 företag som sedermera bortföll ur populationen till drygt 4 100. År 1985 var antalet sysselsatta i de 61 bestående företagen i genomsnitt 13 000, medan de 46 under perioden tillkomna företagen var väsentligt mindre och i genomsnitt hade 1 600 anställda. Den särredovisning av utvecklingen bland endast de 61 bestående företagen som i det följande görs vid beskrivning av i första hand koncentrationsutvecklingen under perioden, kan därför i viss mån betraktas som en storleksmässig viktning av företagen.

4.3.1.1 Antal ägare

Den första aspekt av företagens ägarstruktur som utredningen valt att studera är antalet ägare i företagen. Uppgifter om detta har inhämtats från VPC. I varje aktiebolag är styrelsen skyldig att föra förteckning – aktiebok – över bolagets samtliga aktier och aktieägare. Aktieboken är offentlig och skall hållas tillgänglig hos bolaget. För företag anslutna till VPC-systemet (avstämningsbolag) förs emellertid aktieboken av VPC och är offentlig endast med avseende på ägare som innehar fler än 500 aktier i bolaget. VPC redovisar dock regelbundet *antalet* ägare i företagen, inklusive ägare med färre än 500 aktier.

I många företag finns ägare som uppdragit åt en särskild förvaltare att handha aktieinnehavet. I dessa fall antecknas i aktieboken endast förvaltarens namn, medan ägaren förblir anonym. Svenska förvaltare måste till VPC uppge namn på ägare som innehar fler än 500 aktier i ett företag och VPC inhämtar från de svenska förvaltarna också uppgifter om totalantalet ägare som låtit förvaltarregistrera aktier i respektive företag. Dessa ägare ingår därför i VPC:s statistik.

Emellertid kan även utländska förvaltare, efter beslut av bankinspektionen, erhålla tillstånd att förvalta aktier i svenska företag. Dessa förvaltare behöver inte uppge vare sig namnen på de ägare som låtit förvaltaren handha deras aktier eller det totala antalet ägare som utnyttjat denna möjlighet. Då många storföretag i dag har en betydande andel av sin aktiestock utomlands och då dessa innehav ofta är förvaltarregistrerade, innebär detta att VPC:s uppgifter om antalet ägare i företagen underskattar det verkliga antalet ägare. I grova drag kan de nedan redovisade uppgifterna därför sägas ange antalet "svenska" ägare.

Bristerna i statistiken omöjliggör en exakt jämförelse mellan det totala antalet ägare i företagen år 1978 och år 1985. Jämförelsen måste begränsas till att avse antalet "svenska" ägare och de resultat som framkommer kan inte användas som en approximation för förändringar i totalantalet ägare. Det finns nämligen anledning att tro att aktieägarkretsen i vissa av de större företagen ökade mer i utlandet än i Sverige under perioden.

Med dessa reservationer kan konstateras att antalet ägare i de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1985 uppgick till i genomsnitt närmare 15 000. Antalet varierade emellertid väsentligt mellan olika företag och medianvärdet var knappt 5 000 ägare. Det största antalet ägare, 154 000, hade Volvo, medan företaget Componenta i detta avseende var minst med knappt 500 ägare. I tabell 4:7 nedan redovisas de 25 företag som hade flest ägare.

En jämförelse över tiden visar att de privatägda svenska storföretagen på aktiemarknaden år 1985 hade något färre ägare än de företag som år 1978 klassificerades på motsvarande sätt. Som framgår av tabell 4:8 var det genomsnittliga antalet ägare i 1978 års population knappt 17 000, medan det i 1985 års population var knappt 15 000. Medianvärdet sjönk från 8 000

Tabell 4:7 De 25 privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktie- marknadsföretag med minst 500 anställda år 1985 och hade flest aktieägare.^a

Företag	Antal ägare
Volvo*	154 000
S-E-Banken	95 000
Investment AB Beijer	85 000
Catena*	76 000
ASEA*	70 000
Ericsson*	69 000
SHB	62 000
Fenix	56 000
Electrolux*	53 000
SCA*	46 000
SAAB	45 000
Pharmacia*	42 000
SKF*	40 000
Atlas Copco*	39 000
Skanska	33 000
AGA*	32 000
Sora*	29 000
Boliden	25 000
Skåne-Gripen	25 000
Swedish Match*	24 000
Alfa-Laval*	24 000
Argentus	20 000
Sandvik*	18 000
Astra	18 000
Industrivärden	17 000

^a Uppgifterna avser antalet ägare våren 1986.

* I dessa företag tillkommer ett okänt antal utländska aktieägare som hade sina aktier inregistrerade i utländsk förvaltares namn.

Källa: VPC.

Tabell 4:8 Antal ägare i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1978 respektive år 1985. (90 respektive 107 företag)

	Antal ägare i 1978 års företag	Antal ägare i 1985 års företag
Medel	16 700	14 900
Min	800	500
Median	7 900	4 600
Max	129 500	153 700
Antal observationer ^a	86	107

^a Differensen mellan det totala antalet företag och antalet observationer förklaras av att fullständiga ägaruppgifter saknas för vissa företag.

till knappt 5 000 ägare. Nedgången torde i allt väsentligt förklaras av att de 46 företag som tillkom i populationen under perioden hade betydligt färre ägare än de bestående företagen.

Begränsas jämförelsen till de 61 företag som vid båda mättillfällena var privatägda svenska storföretag på aktiemarknaden blir bilden en annan. I dessa företag ökade genomsnittsvärdet något över tiden, från 19 200 till 20 600 ägare. Även medianvärdet ökade något, se tabell 4:9.

Tabell 4:9 Antal ägare i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda såväl år 1978 som år 1985. (61 företag)

	Antal ägare	
	1978	1985
Medel	19 200	20 600
Min	800	600
Median	8 900	9 900
Max	129 500	153 700
Antal observationer ^a	55	55

^a Se not till tabell 4:8.

4.3.1.2 Ägarkoncentration

Beskrivningen av antalet ägare ger en bild av hur många källor som tillskjutit riskkapital till företagets verksamhet. I de enskilda företagens ägarstruktur är emellertid ägarna i detta avseende av mycket olika storlek och betydelse. Strukturen domineras som regel av ett begränsat antal ägare som tillskjutit merparten av företagets riskkapital, medan resterande del tillskjutits av ett stort antal mindre ägare.

Mot denna bakgrund redovisas i föreliggande avsnitt koncentrationen i företagens ägarstruktur. Ägarkoncentrationen mäts därvid med utgångspunkt i ägarnas innehav av kapitalandelar och beskriver de största ägarnas betydelse i ägarstrukturen vid ett tillfälle i förhållande till ett annat tillfälle eller i ett företag i förhållande till ett annat företag. Koncentrationen är i den meningen alltid ett relativt begrepp.

Det bör noteras att koncentrationen i de enskilda företagens ägarstruktur inte med nödvändighet står i något samband med ägarkoncentrationen i näringslivet som helhet. Koncentrationen i de enskilda företagens struktur kan öka även om koncentrationen på övergripande nivå är oförändrad eller i avtagande. De uppgifter om utvecklingen i de enskilda företagen som redovisas nedan kan därför inte användas för att beskriva utvecklingen på övergripande nivå.

I anslutning till detta bör också framhållas att utredningen betraktar ägar- och inflytandestrukturen i företagens perspektiv. Uppmärksamheten riktas mot de ägare som varje *företag* har, oberoende av om dessa ägare i sin tur har en bakomliggande, slutlig, ägarkrets eller ej. Det innebär inte att utredningen bortser från de slutliga ägarnas möjliga inverkan på mellanhandsägarnas beteende, men för företagets vidkommande är det i första hand dess egna ägare – inte eventuella slutliga ägare – som kan anses svara för riskkapitaltillförseln och övervakningen av ledningens handlande. Om ett stort antal fysiska personer med begränsade aktieinnehav i ett visst företag avyttrar sina aktier ökar koncentrationen med detta synsätt oavsett om aktierna förvärvas av *en* fysisk person eller exempelvis ett investmentföretag med en stor, slutlig, ägarkrets. För företagets vidkommande innebär även det senare alternativet att ägarfunktionernas utövande koncentreras.

Slutligen bör noteras skillnaden mellan begreppet *koncentration* och begreppet *spridning*. Ett företag med två ägare som vardera innehar hälften av aktiekapitalet, har en mer koncentrerad ägarstruktur än ett företag med tre lika stora ägare, trots att ägarna i båda fallen innehar lika stora relativa andelar av aktiekapitalet och att ett spridningsmått således skulle anta samma värde i båda fallen.

I likhet med tidigare undersökningar har utredningen valt att som *ett* koncentrationsmått använda de största ägarnas andel av aktiekapitalet. Detta mått tillåter dock inte några generella jämförelser av koncentrationen i olika företag eller i ett och samma företag vid olika tillfällen. Ett företag som vid jämförelse med ett annat företag uppvisar en högre koncentration med avseende på den största ägarens andel, kan med avseende på exempelvis de fem största ägarnas sammanlagda andel visa sig ha en lägre koncentration.

För att möjliggöra denna typ av jämförelser har utredningen för varje företag även beräknat ett koncentrationsindex, vilket beaktar såväl de enskilda innehavens relativa storlek som det totala antalet ägare i företagen.⁶ Indexet kan antaga värden från 0 till 1, där 1 anger högsta möjliga koncentration, dvs. att företaget har endast en ägare. Indexet beräknas som summan av de kvadrerade andelarna för de enskilda ägarna, vilket innebär att det i ett företag med exempelvis två lika stora ägare är $0,5^2 + 0,5^2$, dvs. 0,5. I ett företag med fem ägare som vardera innehar 40 %, 30 %, 20 %, 5 % respektive 5 % av aktiekapitalet, är koncentrationsindexet 0,295.

Indexet kan också översättas i ett s.k. ekvivalenttal som uttrycker koncentrationen i termer av en hypotetisk ägarstruktur där samtliga ägare har lika stora innehav. Koncentrationsindex 0,5 motsvarar därvid en hypotetisk ägarstruktur med två lika stora ägare och index 0,295 en struktur med drygt tre lika stora ägare. Ju högre koncentrationen är, desto lägre blir ekvivalenttalet.

⁶ En beskrivning av det använda indexet ges i appendix B.

I tabell 4:10 nedan redovisas ägarkoncentrationen i termer av de fem största ägarnas andelar av aktiekapitalet i de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1978 respektive år 1985. Som framgår var spridningen i materialet vid båda tillfällena mycket stor. Den största ägarens innehav i Ericsson representerade år 1985 endast 4 % av aktiekapitalet, medan det i företaget Strålfors representerade hela 80 % av aktiekapitalet.

Av tabellen framgår också att de stora ägarnas andelar av aktiekapitalet ökade väsentligt under perioden. Den största ägarens genomsnittliga andel ökade från 20 % till 29 % av aktiekapitalet och de fem största ägarnas sammanlagda andel från i genomsnitt 41 % till 56 % av aktiekapitalet. I diagram 4:1 nedan illustreras utvecklingen också i form av koncentrationskurvor för de största ägarnas genomsnittliga kumulerade andelar av aktiekapitalet i företagen respektive år, där det vertikala avståndet mellan kurvorna återspeglar den ökade koncentrationen i ägarstrukturen.

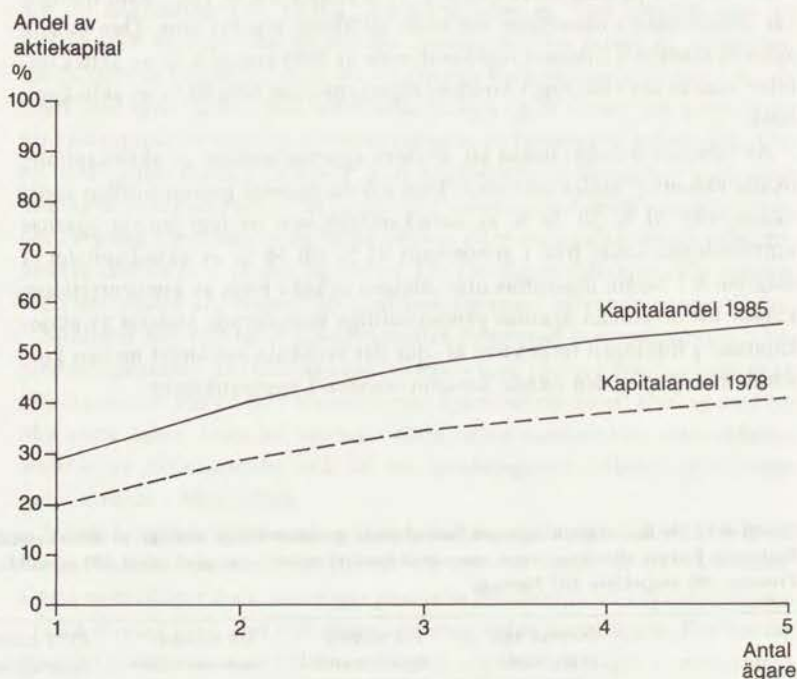
Tabell 4:10 De fem största ägarnas kumulerade genomsnittliga andelar av aktiekapitalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1978 respektive år 1985. Procent. (90 respektive 107 företag)

	Största ägarens andel		Två största ägarnas andel		Tre största ägarnas andel		Fyra största ägarnas andel		Fem största ägarnas andel	
	1978	1985	1978	1985	1978	1985	1978	1985	1978	1985
Medel	20	29	29	40	35	48	38	53	41	56
Min	2	4	3	7	5	9	5	11	5	12
Median	14	25	25	39	30	47	34	53	38	57
Max	60	80	72	87	91	89	91	93	91	93
Antal observationer ^a	90	107	90	106	89	103	83	98	72	93

^a Se not till tabell 4:8.

Även vid mätning med koncentrationsindex var koncentrationen i företagens ägarstruktur genomsnittligt sett högre år 1985 än år 1978. Översatt till en hypotetisk ägarstruktur bestående av lika stora ägare hade år 1985 närmare en fjärdedel av företagen en ägarstruktur sådan att den motsvarade färre än fem lika stora ägare. År 1978 var motsvarande andel endast omkring en sjundedel av företagen. Andelen företag med en struktur motsvarande fler än 20 lika stora ägare uppgick år 1985 till knappt en fjärdedel, medan den år 1978 uppgick till fler än hälften av företagen, se tabell 4:11 nedan.

Diagram 4:1 De fem största ägarnas kumulerade andelar av aktiekapitalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1978 respektive år 1985. (90 respektive 107 företag)



Tabell 4:11 Ägarkoncentration i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda som var aktiemarknadsföretag år 1978 respektive år 1985. (90 respektive 107 företag)

Koncentrationsindex uttryckt som antal lika stora ägare	Antal företag		Andel av företagen (kumulerad procent)	
	1978	1985	1978	1985
1 < x ≤ 2	0	5	0	5
2 < x ≤ 5	12	21	14	24
5 < x ≤ 10	9	30	24	52
10 < x ≤ 20	15	26	42	77
20 < x ≤ 30	11	9	55	85
30 < x ≤ 40	6	7	62	92
40 < x ≤ 50	8	3	71	94
50 < x ≤ 100	12	4	85	98
100 < x	13	2	100	100
	86 ^a	107		

^a Se not till tabell 4:8.

Såväl i termer av de största ägarnas andelar av aktiekapitalet som i termer av koncentrationsindex översatt till en hypotetisk struktur med lika stora ägare, visar jämförelsen således att ägarstrukturen var mer koncentrerad i

de privatägda svenska fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda som återfanns på aktiemarknaden år 1985 än i de företag som år 1978 klassificerades på samma sätt.

Beaktas de under perioden inträffade populationsförändringarna framgår att koncentrationsökningen endast till en mindre del förklaras av att koncentrationen ökade i de 61 företag som fanns med i populationen under hela perioden. Som framgår av tabell 4:12 nedan steg den största ägarens andel av aktiekapitalet i dessa företag från i genomsnitt 19 % till 22 % av aktiekapitalet och de fem största ägarnas sammanlagda andel från 40 % till 49 %.

Tabell 4:12 De fem största ägarnas kumulerade genomsnittliga andelar av aktiekapitalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda såväl år 1978 som år 1985. Procent. (61 företag)

	Största ägarens andel		Två största ägarnas andel		Tre största ägarnas andel		Fyra största ägarnas andel		Fem största ägarnas andel	
	1978	1985	1978	1985	1978	1985	1978	1985	1978	1985
Medelvärde	19	22	28	34	34	41	38	46	40	49
Antal observationer	61	61	61	60	58	60	58	58	51	55

Studerar utvecklingen i de 61 företagen var för sig, kan konstateras att koncentrationen, såväl i termer av den största och de fem största ägarnas andelar av aktiekapitalet som i termer av koncentrationsindex, ökade i 33 och minskade i 15 av de 61 företagen. I resterande 13 företag ger de olika koncentrationsmåttens motstridiga resultat. Det sammanfattande koncentrationsindexet visar dock att koncentrationen ökade i 10 och minskade i 3 av dessa 13 företag. Totalt ökade således ägarkoncentration i drygt tre fjärdedelar av de 61 företag som fanns med i populationen under hela perioden.

Den höga koncentrationen år 1985 jämfört med år 1978 sammanhänger främst med den grupp på 46 företag som tillkom under perioden. Koncentrationsgraden var i dessa företag i genomsnitt väsentligt högre än i de företag som fanns med under hela perioden. Den största ägarens andel av aktiekapitalet år 1985 var i de tillkomna företagen i genomsnitt 37 % och de fem största ägarnas sammanlagda andel 66 %, jämfört med 22 % och 49 % i de 61 bestående företagen.

Som påpekats ovan uppvisar de studerade företagen en kraftig storleksmässig variation i termer av antal anställda. Detsamma gäller företagens börsvärde. Lägst börsvärde, 64 miljoner kronor, hade år 1985 företaget Lundgrens El, medan Volvos börsvärde vid samma tidpunkt var omkring 350 gånger större, 22 miljarder kronor. En ofta framförd hypotes är att ägarkoncentrationen sjunker med tilltagande börsvärde, eftersom det kostar mer att hålla en viss andel av aktiekapitalet ju högre börsvärdet är. I den studerade gruppen företag finns endast ett svagt samband av sådant slag. I

viss utsträckning torde dock den genomsnittligt högre ägarkoncentrationen i de tillkomna jämfört med de under perioden bestående företagen kunna förklaras av skillnader i börsvärde.

Begränsas redovisningen till exempelvis de 20 företag som år 1985 hade högst börsvärde blir koncentrationsvärdena betydligt lägre än genomsnittet för hela populationen. I dessa 20 företag uppgick den största ägarens kapitalandel till i genomsnitt 15 % och de fem största ägarnas sammanlagda andel till i genomsnitt 35 %, vilket kan jämföras med 29 % respektive 56 % för populationen som helhet.

Av de 20 värdemässigt största företagen år 1985 återfanns 18 företag även i 1978 års storföretagsgrupp. I tio av dessa företag ökade koncentrationen under perioden, medan den minskade i fyra av företagen. För återstående fyra företag är resultaten delvis motstridiga.

4.3.1.3 Röstandelskoncentration

Beskrivningen av koncentrationen i företagens ägarstruktur tar utgångspunkt i olika ägares innehav av kapitalandelar – aktier – i företagen. Varje sådant innehav berättigar ägaren till en andel i företagets resultat, men också till att delta och rösta vid företagets bolagsstämma. Om varje aktie berättigade till samma antal röster vid bolagsstämman, skulle det totala röstetalet i ett företag vara fördelat på samma sätt som dess aktiekapital. Den svenska aktiebolagslagen tillåter emellertid företagen att använda *aktieslag med olika röstvärden*, ofta kallade A- respektive B-aktier. Skillnaden i röstvärde är begränsad så att inte någon aktie får ha ett röstvärde överstigande tio gånger röstvärdet för en annan aktie. Från denna regel undantogs dock företag som före ikraftträdandet av 1944 års aktiebolagslag hade givit ut aktieslag med större röstvärdesskillnader. Dessa företag får fortsätta att ge ut aktier med samma röstvärden som tidigare, vilket medför att det i vissa företag återfinns aktier med ett röstvärde som är tusen gånger större än röstvärdet för andra aktier.

Tre fjärdedelar av de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1985 hade utestående stamaktier med olika röstvärden.⁷ I ytterligare tio företag medgav bolagsordningen utgivande av aktieslag med olika röstvärden utan att företagen utnyttjat denna möjlighet. Av tabell 4:13 nedan framgår att skillnaden i röstvärde år 1985 var 1 till 1 000 i sex företag, 1 till 10 i 71 företag och 1 till 5 i fyra företag.

⁷ Ett fåtal företag hade röstvärdesskillnad mellan stam- och preferensaktier. Dessa är inte inkluderade i beräkningarna.

Tabell 4:13 Förekomst av aktieslag med olika röstvärden i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1978 respektive år 1985. (90 respektive 107 företag)

Röstvärdes- skillnad	Antal företag	
	1978	1985
1 till 1 000	7	6
1 till 10	42	71
1 till 5	2	4
Ej skillnad	39	26
Totalt	90	107

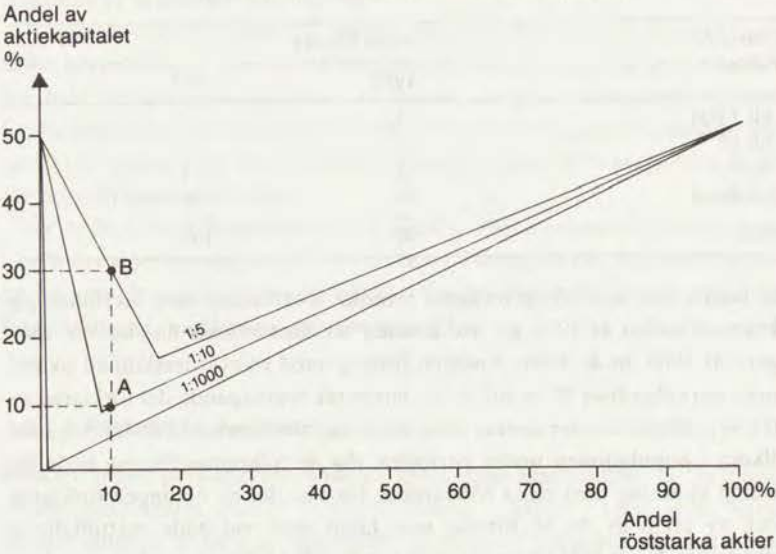
En jämförelse med de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1978 ger vid handen att röstvärdesskillnader var vanligare år 1985 än år 1978. Andelen företag med röstvärdesskillnad ökade under perioden från 57 % till 76 %, vilket till övervägande del förklaras av att röstvärdesskillnader mellan olika aktieslag ofta förekom i de företag som tillkom i populationen under perioden. Av 46 tillkomna företag hade 36 företag aktieslag med olika röstvärden. En viss del av ökningen förklaras dock av att 6 av de 61 företag som fanns med vid båda mättillfällena introducerade ett nytt aktieslag med avvikande röstvärde under perioden. Dessa företag var AGA, ASEA, Borås Wäfveri, ESAB, Euroc och Incentive.

Genom att förvärva aktier med högt röstvärde kan en ägare uppnå en högre röst- än kapitalandel i företaget. Ett mått på i vilken utsträckning det i ett visst företag är möjligt att i detta syfte utnyttja röstvärdesskillningarna kan erhållas genom att beräkna den minsta andel av aktiekapitalet med vilken en ägare, som i första hand förvärvar röststarka aktier, kan uppnå 50 % av antalet röster för samtliga aktier i företaget.

I diagram 4:2 nedan visas hur denna utnyttjandemöjlighet – kapitalandelskravet för att uppnå röstmajoritet – påverkas av dels röstvärdesskillningens storlek, dels den antalsmässiga fördelningen mellan röstsvaga och röststarka aktier. Av punkten A framgår att det vid röstvärdesskillnaden 1 till 10 och 10 % röststarka aktier krävs en kapitalinsats motsvarande 9,5 % av företagets totala aktiekapital för att uppnå röstmajoritet genom förvärv av i första hand röststarka aktier. Är röstvärdesskillnaden i stället 1 till 5 framgår av punkten B att kapitalkravet vid samma andel röststarka aktier uppgår till 30 %.

Den maximala utnyttjandemöjligheten representeras för varje röstvärdesskillnad av den lägsta punkten på respektive kurva. Av diagrammet framgår således att det vid röstvärdesskillnaden 1 till 10 är möjligt för företaget att ge ut A- och B-aktier i sådana proportioner att en ägare, genom förvärv av endast A-aktier, kan uppnå en majoritet i röstetalet med knappt 9,1 % av aktiekapitalet. För röstvärdesskillnaden 1 till 5 är motsvarande andel omkring 16,7 % och för röstvärdesskillnaden 1 till 1 000 så låg som 1 promille av aktiekapitalet. Som framgår av diagrammet stiger kapitalandelskravet mycket snabbt om relationen mellan röstsvaga och röststarka aktier förskjuts åt något håll.

Diagram 4:2 Kapitalandelskrav för att uppnå majoritet i röstetalet för olika proportioner mellan A- och B-aktier och för olika röstvärdesdifferenser.



I de privatägda svenska storföretag på aktiemarknaden som år 1985 hade utestående aktieslag med olika röstvärden, möjliggjorde röstvärdesdifferen-
teringen en betydande reduktion av den kapitalandel som krävdes för
uppnående av röstmajoritet. En tiondel av de företag som hade röstvärdes-
skillnaden 1 till 10 hade givit ut röststarka och röstsvaga aktier i sådana
proportioner att kapitalkravet endast med en procentenhet avvek från det
teoretiskt lägsta möjliga kravet, 9,1 %. I en fjärdedel av företagen krävdes
högst 11 % av aktiekapitalet för att uppnå röstmajoritet och i fler än hälften
av företagen högst 20 % av aktiekapitalet, se tabell 4:14 nedan. Det företag
som i störst utsträckning använde sig av aktieslag med olika röstvärden var
Electrolux, i vilket differensen 1 till 1 000 gjorde det möjligt att med 1,8 %
av aktiekapitalet uppnå 50 % av det totala röstetalet.

Tabell 4:14 Kapitalandelskrav för att uppnå majoritet i röstetalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda som år 1985 var aktiemarknadsföretag och hade aktieslag med röstvärdesskillnaden 1 till 10. (71 före-
tag)

Kapitalandelskrav %	Antal företag	Andel av företagen (kumulerad procent)
$9,1 \leq x < 11$	18	25
$11 \leq x < 20$	23	58
$20 \leq x < 30$	15	80
$30 \leq x < 50$	15	100
	71	

Den grundläggande principen för beslutsfattande vid bolagsstämman är enkel majoritet. Det förslag vinner stämmans bifall som erhåller fler än hälften av det sammanlagda antalet avgivna röster. I syfte att skydda en aktieägarminoritet mot maktmissbruk från majoritetens sida uppställer emellertid aktiebolagslagen en rad s.k. minoritetsskyddsregler. Innehållet i dessa varierar, men kan allmänt sägas innebära en skärpning av majoritetsregeln.

Till minoritetsskyddet kan också räknas den i aktiebolagslagen 9 kap. 3 § upptagna regeln att inte någon får rösta, för egna eller andras aktier, för sammanlagt mer än en femtedel av det vid stämman företrädde antalet aktier – den s. k. *tjugoprocentsregeln*. Regeln är emellertid dispositiv såtillvida att den genom en bestämmelse i bolagsordningen kan åsidosättas eller ersättas av någon annan omröstningsregel.

En genomgång av bolagsordningarna i de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1985 visar att endast 10 % av företagen tillämpade tjugoprocentsregeln. Tre fjärdedelar av företagen hade helt åsidosatt bestämmelsen och tillät varje ägare att rösta för det fulla antalet av honom eller ombud företrädde aktier. Resterande 15 % av företagen hade infört någon annan – vanligen strängare – begränsning i röst-rätten, se tabell 4:15 nedan.

Tabell 4:15 Förekommande rösträttsbegränsningar i privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1985. (107 företag)

Rösträttsbegränsning	Antal företag
Graderad röstskala max 30 röster	1
1/10 av företrädde röstetalet	1
1/4 av företrädde röstetalet	1
1/5 av totala röstetalet	1
1/20 av antalet företrädde stamaktier och 1/200 av preferensaktierna	1
1/10 av antalet företrädde A-aktier och 1/100 av B-aktierna	1
1/10 av antalet företrädde aktier	4
1/5 av antalet företrädde aktier	12
1/5 av antalet företrädde A-aktier och 1/5 av antalet företrädde B-aktier	1
1/50 av totala antalet aktier	1
1/5 av totala antalet aktier	1
1/4 av totala antalet aktier	1
Ej begränsning	81
	107

Det bör också noteras att tjugoprocentsregeln enligt ordalydelsen tar sikte på det *antal* aktier för vilka rösträtt får utövas. Den avser inte röstetalet för de företrädde aktierna, vilket innebär att dess praktiska betydelse kan motverkas genom förekomsten av aktieslag med olika röstvärden. Vid en bolagsstämma där exempelvis *en* ägare företräder 10 000 A-aktier med röstvärdet tio och 1 000 ägare företräder vardera 10 B-aktier med röstvärdet

ett, innebär regelns ordalydelse att inte någon ägare får rösta för mer än 20 % av 20 000 aktier, dvs. 4 000 aktier. Innehavaren av A-aktierna kan således rösta för endast fyra tiondelar av sitt innehav, men uppnår till följd av det högre röstvärdet ändå en klar majoritet med 40 000 av maximalt 50 000 avgivna röster. Huruvida en mer extensiv tolkning kan göras av regeln, så att den även inbegriper *röstetalet* på företrädde aktier, har inte prövats i högre instans.

Enligt ordalydelsen omfattar tjugoprocentsregeln inte bara sådana aktier som vid stämman företräds av aktiernas *ägare*, utan också aktier som företräds av *ombud* för ägare. Utanför bestämmelsens tillämpningsområde faller emellertid den i många storföretag vanliga situationen att olika aktieposter innehas av formellt oberoende, men i praktiken varandra närstående ägare. Detta var år 1985 fallet i exempelvis företaget Stora, i vilket de tre största ägarna – Patricia, Investor och Providentia – tillsammans innehade omkring 16 miljoner av totalt 32 miljoner aktier. Dessa tre mellanhandsägare har släkten Wallenberg som gemensam slutägare och kan i ett inflytandeperspektiv betecknas som *en* ägare. Om så även formellt vore fallet skulle tjugoprocentsregeln kraftigt reducera deras gemensamma röstandel vid bolagsstämman, men genom uppdelningen på tre formellt fristående ägare kan detta i betydande utsträckning undvikas.

Sammanfattningsvis kan konstateras att det i tre fjärdedelar av de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1985 inte förelåg några inskränkningar i ägarnas möjligheter att utöva rösträtt för innehavda aktier. I de företag sådana inskränkningar förelåg begränsades den praktiska betydelsen därav genom förekomsten av dels aktieslag med olika röstvärden, dels inflytandemässiga förbindelser mellan olika ägare. Utredningen har därför valt att i den fortsatta framställningen av storföretagens röstandels- och inflytandestruktur bortse från rösträttsbegränsningar vid bolagsstämman.

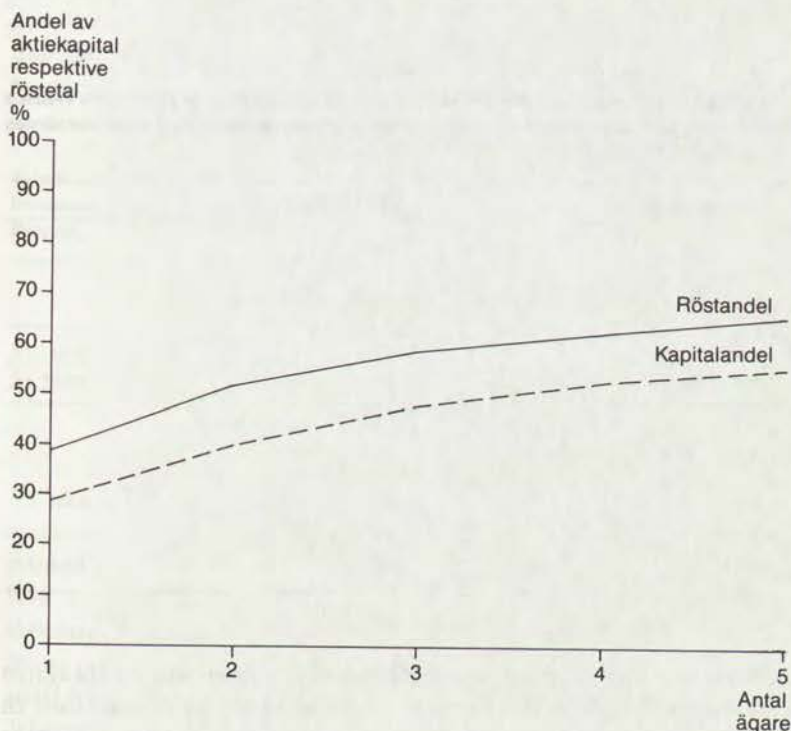
Röstvärdesdifferentieringens betydelse för *röstandelskoncentrationen* i de privatägda svenska storföretagen kan belysas genom en jämförelse mellan de största ägarnas andelar av röstetalet och deras andelar av aktiekapitalet. Jämförelsen ger vid handen att ägarna förvärvat röststarka aktier på ett sådant sätt att röstandelskoncentrationen såväl år 1978 som år 1985 var väsentligt högre än ägarkoncentrationen. Av tabell 4:16 nedan framgår exempelvis att den största ägarens aktieinnehav år 1985 motsvarade i genomsnitt 39 % av röstetalet, medan det representerade 29 % av aktiekapitalet. De fem största ägarnas sammanlagda andel av röstetalet var i genomsnitt 66 %, medan deras andel av aktiekapitalet var 56 %. Resultaten illustreras också i diagram 4:3 i vilket framgår att koncentrationskurvan förskjuts uppåt till följd av röstvärdesdifferentieringen.

Ett tydligt exempel på röstvärdesdifferentieringens betydelse erbjuder koncentrationsutvecklingen i företaget Electrolux. År 1978 innehade ASEA, som största ägare, drygt 49 % av röstetalet och 20 % av aktiekapitalet i Electrolux. Vid periodens slut, år 1985, var ASEA:s kapitalandel endast omkring hälften så stor, 12 %, medan röstandelen var i stort sett oförändrad, 48 %.

Tabell 4:16 De fem största ägarnas kumulerade genomsnittliga andelar av aktiekapitalet och röstetalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1985. Procent. (107 företag)

	Största ägarens andel	Två största ägarnas andel	Tre största ägarnas andel	Fyra största ägarnas andel	Fem största ägarnas andel
Röstetalet	39	52	59	63	66
Aktiekapitalet	29	40	48	53	56

Diagram 4:3 De fem största ägarnas kumulerade genomsnittliga andelar av aktiekapitalet och röstetalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1985. (107 företag)



Som framgår av såväl tabellen som diagrammet var skillnaden mellan *den största* ägarens röst- och kapitalandel i stort sett densamma som skillnaden mellan *de fem största* ägarnas kumulerade röst- och kapitalandelar, vilket indikerar att röststarka aktier i första hand innehades av den största ägaren i de enskilda företagen. Röstvärdesdifferentieringens betydelse för dessa ägare kan närmare belysas genom att röstandelen relateras till den innehavda kapitalandelen. Den kvot som därvid framkommer kan kallas *röstandelskvot*. Om ägaren innehar en större röst- än kapitalandel är röstandelskvoten större än 1. Sammanfaller ägarens röst- och kapitalandel är kvoten

exakt 1, medan den är mindre än 1 om ägaren har en mindre röst- än kapitalandel.

Beräknas röstandelskvoten för den röstmässigt största ägaren i de 81 privatägda svenska storföretag som år 1985 återfanns på aktiemarknaden och hade aktieslag med olika röstvärden framgår att i 71 fall (88 %) var kvoten större än 1. I fyra fall var kvoten 1 och i sex fall mindre än 1. Som framgår av tabell 4:17 nedan var kvoten mellan 1 och 1,5 i drygt en fjärdedel av företagen och mellan 1,5 och 2 i knappt en tredjedel av företagen. Den största röstandelskvoten registreras för investmentföretaget Industrivärden i Ericsson. Industrivärden innehade 22 % av röstetalet, men endast 3 % av aktiekapitalet och uppnådde därmed röstandelskvoten 7,3. Den genomsnittliga röstandelskvoten bland de största ägarna i de 81 företagen var 2,0.

Tabell 4:17 Röstandelskvot för den röstmässigt största ägaren i de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden och hade aktieslag med olika röstvärden år 1985. (81 företag)

Röstandelskvot	Antal företag
$x < 1,0$	6
$x = 1,0$	4
$1,0 < x \leq 1,5$	23
$1,5 < x \leq 2,0$	25
$2,0 < x \leq 2,5$	8
$2,5 < x \leq 3,0$	3
$3,0 < x \leq 3,5$	7
$3,5 < x \leq 4,0$	1
$4,0 < x \leq 4,5$	1
$4,5 < x \leq 5,0$	1
$5,5 < x \leq 6,0$	1
$6,0 < x$	1
	81

Om motsvarande beräkningar utförs för den röstmässigt näst största ägaren i företagen framgår att en väsentligt mindre andel (44 %) av dessa hade en röstandelskvot större än 1 och att en väsentligt större andel hade en kvot mindre än 1. Utsträcks jämförelsen till de fem röstandelsmässigt största ägarna blir denna tendens ännu tydligare, se tabell 4:18 nedan. En närmare granskning av materialet visar att i de fall andra ägare än den största hade en röstandelskvot större än 1, så var dessa ägare ofta inflytandemässigt närstående den största ägaren.

Tabell 4:18 Röstandelskvot för de fem röstmässigt största ägarna i de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden och hade aktieslag med olika röstvärden år 1985. Procent. (81 företag)

Position	Andel av ägarna som har röstandelskvot			
	< 1	= 1	> 1	Totalt
Största ägare	7	5	88	100
Näst största ägare	38	8	55	100
Tredje största ägare	48	6	45	100
Fjärde största ägare	52	12	36	100
Femte största ägare	54	10	36	100

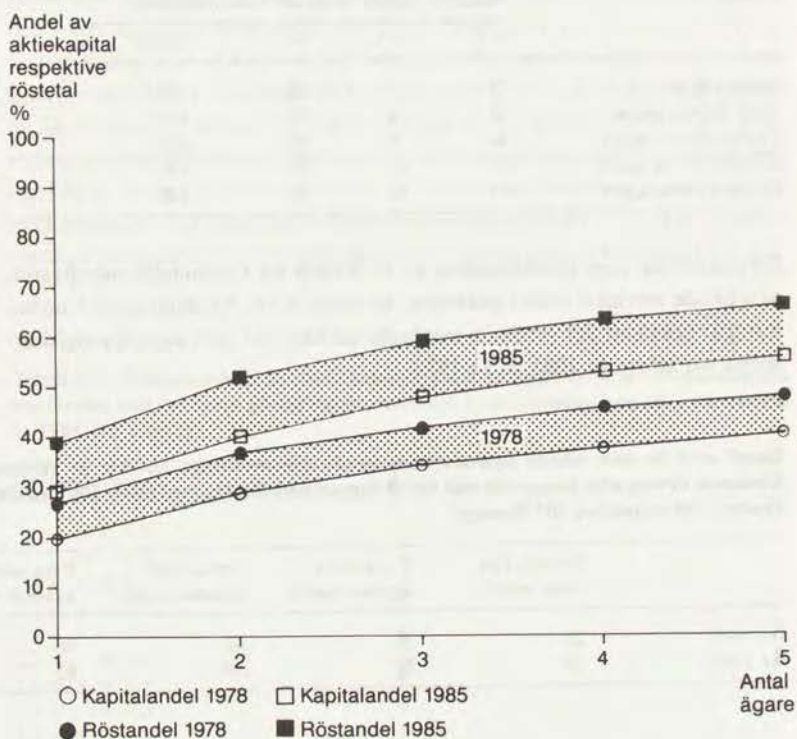
En jämförelse med förhållandena år 1978 visar att röstandelskoncentrationen ökade markant under perioden, se tabell 4:19. Av diagram 4:4 nedan framgår också att det vertikala avståndet mellan röst- och kapitalandelskurvorna var större år 1985 än år 1978.

Tabell 4:19 De fem största ägarnas kumulerade genomsnittliga andelar av röstetalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1978 respektive år 1985. Procent. (90 respektive 107 företag)

	Största ägarens andel	Två största ägarnas andel	Tre största ägarnas andel	Fyra största ägarnas andel	Fem största ägarnas andel
År 1978	27	37	42	46	48
År 1985	39	52	59	63	66

I likhet med vad som konstaterats i avsnitt 4.3.1.2 ovan beträffande ägarkoncentrationen, förklaras den ökade röstandelskoncentrationen i begränsad utsträckning av en ökad koncentration i de 61 företag som såväl år 1978 som år 1985 tillhörde kategorin privatägda svenska storföretag på aktiemarknaden. Den största ägarens genomsnittliga röstandel ökade i denna grupp från 27 % till 31 % och de fem största ägarnas sammanlagda andel från 49 % till 59 %, se tabell 4:20 nedan. Vid en mätning av röstandelskoncentrationen som dels den största och de fem största ägarnas röstandelar, dels koncentrationsindex framgår att koncentrationen ökade i 33 och minskade i 15 av de 61 företagen. För resterande 13 företag ger de olika koncentrationsmåttens motstridiga resultat.

Diagram 4:4 De fem största ägarnas kumulerade genomsnittliga andelar av aktiekapitalet och rösttalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1978 respektive år 1985 (90 respektive 107 företag)



Tabell 4:20 De fem största ägarnas kumulerade genomsnittliga andelar av rösttalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda såväl år 1978 som år 1985. Procent. (61 företag)

	Största ägarens andel	Två största ägarnas andel	Tre största ägarnas andel	Fyra största ägarnas andel	Fem största ägarnas andel
År 1978	27	37	43	46	49
År 1985	31	44	51	56	59

Större delen av skillnaden i röstandelskoncentration mellan år 1985 och år 1978 förklaras av en hög koncentration i de 46 företag som tillkom under den studerade perioden. Som framgår av tabell 4:21 nedan motsvarade den största ägarens andel av rösttalet i dessa företag år 1985 i genomsnitt 49 % och de fem största ägarnas andel 76 %.

Tabell 4:21 De fem största ägarnas kumulerade genomsnittliga andelar av röstetalet i de företag som under perioden 1978–1985 tillkom i gruppen privatägda svenska fristående företag eller koncerner på aktiemarknaden med minst 500 anställda. Procent. (46 företag)

	Största ägarens andel	Två största ägarnas andel	Tre största ägarnas andel	Fyra största ägarnas andel	Fem största ägarnas andel
År 1985	49	62	69	73	76

4.3.1.4 Inflytandekonzentration

I den beskrivning av koncentrationen i företagens ägar- och röstandelsstruktur som redovisats ovan har grundprincipen varit att behandla varje ägares aktiepost som ett separat innehav. Sammanslagningar har skett endast av aktieposter tillhöriga medlemmar i samma familj, familjeanknutna stiftelser och familjekontrollerade förvaltningsföretag. Det är enligt utredningens bedömning ett adekvat tillvägagångssätt vid en kartläggning av företagens ägarstruktur liksom av röstvärdessdifferentieringens betydelse för röstandelsstrukturen. I ett inflytandeperspektiv är det emellertid nödvändigt att slå samman även vissa andra aktieposter. Om två eller flera ägare i ett visst företag, på annat än helt frivillig grund och med hög sannolikhet, kan förväntas använda aktiernas rösträtt på ett unisont sätt, bör även dessa ägares aktieposter slås samman vid en beskrivning av företagets inflytandestruktur.

Utredningen har mot denna bakgrund för varje företag gått igenom samtliga aktieposter motsvarande minst 2 % av aktiekapitalet eller röstetalet och slagit samman de poster som inflytandemässigt bedömts höra ihop.⁸ Det kriterium som därvid oftast använts är att en och samma slutägare ansetts kunna utöva ett betydande inflytande över flera aktieposter i företaget. Detta gäller exempelvis sammanslagningen av Investor och Providentias innehav i ASEA, där slutägandet kan hänföras till släkten Wallenberg. Ett annat fall där sammanslagning skett avser innehav hänförliga till personer i det studerade företagets ledning. Ofta föreligger konsortialavtal mellan personerna i fråga och i flera fall är de också grundare av företaget. Slutligen har i vissa fall aktieposter hänförliga till pensionsstiftelser slagits samman med andra aktieposter. Det gäller främst bankernas pensionsstiftelser, vilkas innehav ofta sammanförts med andra till banken anknutna intressen.

Förekomsten av konsortialavtal ägnas viss uppmärksamhet i utredningens direktiv och skall därför något ytterligare kommenteras. Ett konsortialavtal är i korthet ett avtal mellan två eller flera ägare i ett företag som reglerar olika förhållanden dem emellan. Avtalet – som kan ha såväl skriftlig som

⁸ Genomgången och sammanslagningen av aktieposter har på utredningens uppdrag utförts av utredningens expert Ragnar Boman och den för ägarregistret ansvariga Barbro Sköldebrand.

muntlig form – kan exempelvis föreskriva hur rösträtten för ägarnas aktier skall utövas under innehavstiden. Ofta intas då också i avtalet en bestämmelse som innebär att de avtalsslutande ägarna har förköpsrätt om någon av dem bjuder ut hela eller delar av sitt aktieinnehav till försäljning. En bestämmelse om förköpsrätt får inte intas i företagets bolagsordning. Denna kan däremot innehålla en s.k. hembudsklausul, som innebär att förvärvare av aktie måste hembjuda den till inlösen, exempelvis till befintliga ägare i bolaget. Det kan dock noteras att Stockholms fondbörs inte tillåter inregistrering av aktieslag som omfattas av hembudsskyldighet.

För att erhålla underlag till en beskrivning av företagens inflytandestruktur har utredningen låtit utföra en kartläggning av dels hembudsklausuler intagna i aktiemarknadsföretagens bolagsordningar, dels konsortialavtal mellan företagets huvudägare.⁹ Uppgifter om hembudsklausuler har därvid hämtats direkt ur företagets bolagsordningar, medan resultaten i den senare delen baseras på frivilligt avgivna enkätsvar från företagen.

Av kartläggningen framgår att omkring en fjärdedel av aktiemarknadsföretagen intagit en bestämmelse om hembud i bolagsordningen. Mest frekvent förekom hembudsklausuler i företag vilkas aktier var noterade på OTC-marknaden. I stort sett vartannat OTC-företag hade en sådan klausul i sin bolagsordning. När det gäller förekomsten av konsortialavtal visar kartläggningen i korthet att det i minst ett tjugotal företag på Stockholms fondbörs A 1- och A 2-lista och i ungefär lika många företag på OTC-listan förekom konsortialavtal mellan huvudägarna. Som exempel anförs i kartläggningen konsortialavtal i Investment AB Beijer, Ericsson, Gambro, Marieberg och Åkermans. Syftet med dessa avtal var som regel att en viss grupp fysiska eller juridiska personer skulle kunna bevara, eller kontrollera förändringar av, inflytandet i företagen. I de flesta fall innehade de avtalsslutande ägarna tillsammans en majoritet av det totala röstetalet i företaget, men det förekom också röstandelsmässigt mindre omfattande avtal.

På basis av det material som framkommer efter sammanslagningar av varandra "närstående" ägare i enlighet med vad ovan sagts, kan en beskrivning göras av de studerade företagens *inflytandestruktur*. Denna struktur skiljer sig följaktligen från den i avsnitt 4.3.1.2 studerade ägarstrukturen – som avser ägarnas kapitalandelsinnehav – dels till följd av förekomsten av aktieslag med olika röstvärden, dels till följd av de gjorda sammanslagningarna.

Används materialet för en mätning av *inflytandekonzentrationen* i de 107 privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1985 framgår bl. a. att den största "ägaren" detta år innehade i genomsnitt 47 % av röstetalet och de fem största "ägarna" tillsammans 69 % av röstetalet. Av tabell 4:22 nedan framgår också i vilken utsträckning inflytandekonzentrationen avviker från ägar- och röstandelskonzentrationen i företagen. Från ursprungligen 29 % av aktiekapitalet växer den största ägarens andel ge-

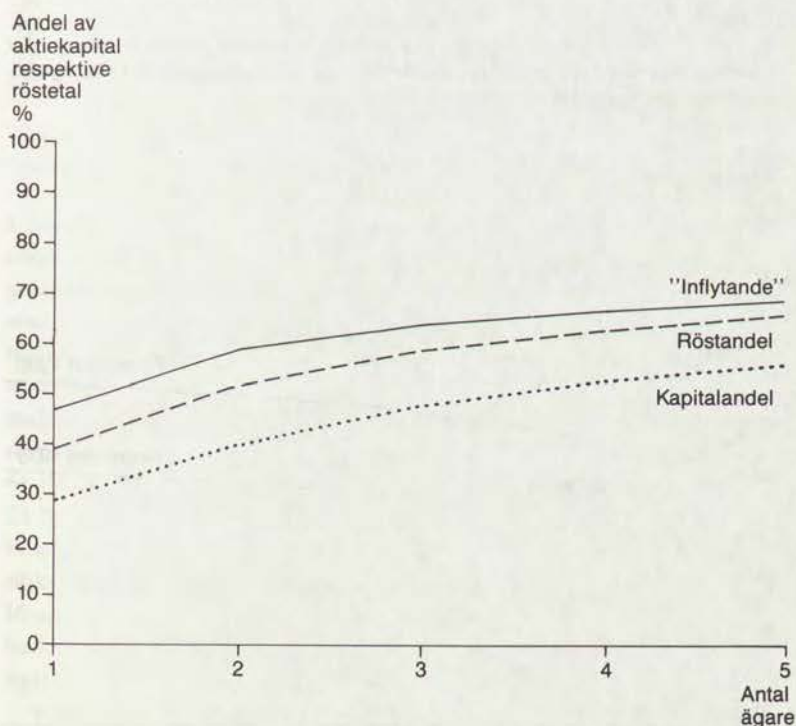
⁹ Sundqvist, S-I., Utredning kring konsortialavtal, Stockholm, 1987.

nom röstvärdesdifferentiering till 39 % av röstetalet och slutligen genom sammanslagning med inflytandemässigt närstående ägare till 47 % av röstetalet. De fem största ägarnas andel växer på motsvarande sätt från 56 % av aktiekapitalet till 66 % av röstetalet genom röstvärdesdifferentiering och till 69 % av röstetalet genom sammanslagning. Se även diagram 4:5 nedan.

Tabell 4:22 Ägar-, röstandels- och inflytandekonzentration i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda som återfanns på aktiemarknaden år 1985. Procent. (107 företag)

Genomsnittlig andel av	Största ägarens andel	Två största ägarnas andel	Tre största ägarnas andel	Fyra största ägarnas andel	Fem största ägarnas andel
Aktiekapitalet	29	40	48	53	56
Röstetalet	39	52	59	63	66
Röstetalet efter sammanslagning	47	59	64	67	69

Diagram 4:5 Ägar-, röstandels- och inflytandekonzentration i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda som återfanns på aktiemarknaden år 1985. (107 företag)



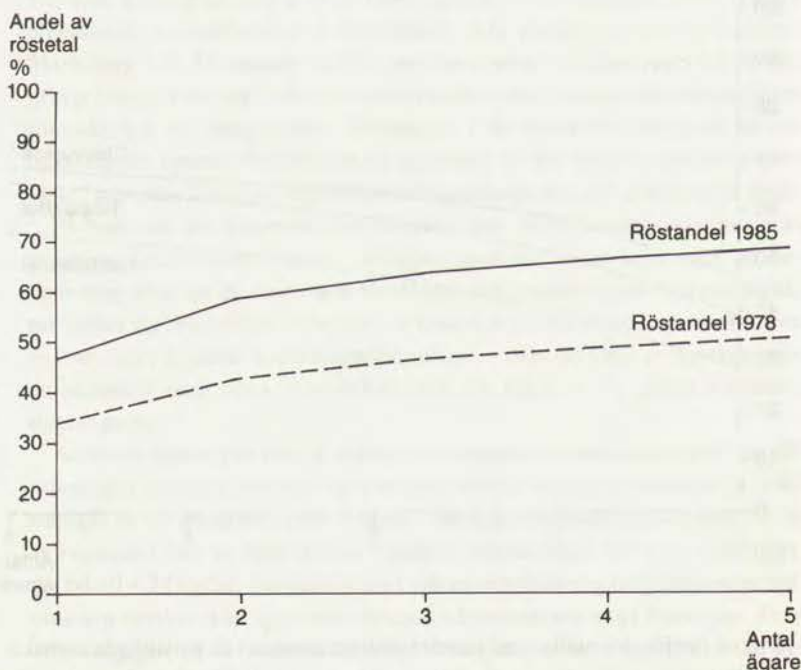
Vid en jämförelse mellan inflytandekonzentrationen i de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1985 och inflytandekonzentrationen i motsvarande kategori företag år 1978 framgår tydligt att koncentrationen ökade under perioden. Således motsvarade år 1978 den

största "ägarens" innehav 34 % av röstetalet och sju år senare 47 %. De fem största "ägarnas" sammanlagda innehav ökade på motsvarande sätt från 51 % till 69 % av röstetalet. Se vidare tabell 4:23 och diagram 4:6 nedan.

Tabell 4:23 Inflytandekonzentration i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda som återfanns på aktiemarknaden år 1978 respektive år 1985. Procent. (90 respektive 107 företag)

	Största ägarens andel		Två största ägarnas andel		Tre största ägarnas andel		Fyra största ägarnas andel		Fem största ägarnas andel	
	1978	1985	1978	1985	1978	1985	1978	1985	1978	1985
Medel	34	47	43	59	47	64	49	67	51	69
Min	2	5	3	9	5	13	5	16	5	18
Median	29	47	42	61	47	67	49	70	51	69
Max	88	98	93	99	99	99	100	99	100	99

Diagram 4:6 Inflytandekonzentration i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda som återfanns på aktiemarknaden år 1978 respektive år 1985. (90 respektive 107 företag)



Även vid användande av koncentrationsindex framkommer en tydlig uppgång i inflytandekoncentrationen under perioden. Av tabell 4:24 nedan framgår exempelvis att 8 % av de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1978 hade en koncentration i inflytandestrukturen sådan att den motsvarade en hypotetisk struktur med maximalt två ägare, medan motsvarande andel av 1985 års företag var 22 %.

Tabell 4:24 Inflytandekoncentration i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda som var aktiemarknadsföretag år 1978 respektive år 1985. (90 respektive 107 företag)

Koncentrationsindex uttryckt som antal lika stora ägare	Antal företag		Andel av företagen	
	1978	1985	(kumulerad procent)	
			1978	1985
1 < x ≤ 2	7	24	8	22
2 < x ≤ 5	22	41	34	61
5 < x ≤ 10	17	19	54	79
10 < x ≤ 20	11	10	67	88
20 < x ≤ 30	3	8	70	95
30 < x ≤ 40	7	0	79	95
40 < x ≤ 50	3	2	82	97
50 < x ≤ 100	8	2	92	99
100 < x	7	1	100	100
	85 ^a	107		

^a Se not till tabell 4:8.

I likhet med vad som tidigare konstaterats beträffande såväl ägar- som röstandelskoncentrationen var den ökade inflytandekoncentrationen i begränsad utsträckning en följd av en koncentrationsuppgång i de 61 företag som under hela perioden var privatägda svenska storföretag på aktiemarknaden. Som exempel kan nämnas den största "ägarens" genomsnittliga andel av röstetalet. Denna andel steg från 34 % till 47 % vid en jämförelse mellan de privatägda storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1978 respektive år 1985 (se tabell 4:23 ovan). Studeras i stället utvecklingen i de 61 bestående företagen framgår att den största "ägarens" andel steg från 33 % till 39 %. Den viktigaste förklaringen till de genomsnittligt högre koncentrationsvärdena år 1985 står därför att finna i de under perioden tillkomna företagen, vilka i betydande utsträckning var familjeföretag och företag som avknoppats från andra storföretag. Den största "ägaren" innehade i dessa företag i genomsnitt 58 % av röstetalet och de fem största ägarna 79 %. Se vidare tabell 4:25 och 4:26 nedan.

Vid en sammanfattande bedömning av utvecklingen bör emellertid beaktas att de 61 bestående företagen genomsnittligt sett var flerfaldigt större än de 46 tillkomna företagen. I sysselsättningstermer var storleksrelationen tio till ett. Trots den mer begränsade koncentrationsökningen i de 61 bestående företagen, kan det därför finnas skäl att tillmäta utvecklingen bland dessa företag en särskild betydelse.

Tabell 4:25 De fem största "ägarnas" kumulerade genomsnittliga andelar av röstetalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda såväl år 1978 som år 1985. Procent. (61 företag)

	Största ägarens andel	Två största ägarnas andel	Tre största ägarnas andel	Fyra största ägarnas andel	Fem största ägarnas andel
1978	33	43	47	49	51
1985	39	51	56	60	62

Tabell 4:26 De fem största "ägarnas" kumulerade genomsnittliga andelar av röstetalet i de företag som under perioden 1978–1985 bortföll ur respektive tillkom i gruppen privatägda svenska fristående företag eller koncerner som är aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda. Procent. (29 respektive 46 företag)

	Största ägarens andel	Två största ägarnas andel	Tre största ägarnas andel	Fyra största ägarnas andel	Fem största ägarnas andel
Bortfallna (1978)	35	43	46	49	50
Tillkomna (1985)	58	70	74	77	79

4.3.1.5 Inflytande och kontroll

Ett med inflytande och inflytandekoncentration nära förknippat, men ibland också förväxlat begrepp är *kontroll*. Enligt utredningens mening finns det skäl att skilja dessa begrepp åt. Inflytande avser möjligheten att påverka beslutsfattandet vid bolagsstämman i ett företag och basen för inflytandet är den andel av röstetalet för bolagets samtliga aktier som olika ägare innehar och kan utnyttja vid en omröstning på stämman. Inflytandekoncentrationen beskriver de största ägarnas betydelse vid en sådan omröstning.

Om beslutsregeln vid bolagsstämman är enkel majoritet och några begränsningar inte föreligger med avseende på rösträttens utnyttjande, kommer en ägare som innehar mer än hälften av det totala röstetalet *med full säkerhet* att uppnå majoritet vid stämman. Är det däremot så att företaget saknar majoritetsägare måste begreppet kontroll relateras till *sannolikheten* för att en viss ägare i företaget uppnår majoritet av de vid stämman avgivna rösterna, s.k. praktisk majoritet.

Frågan om vad som konstituerar praktisk majoritet har tilldragit sig ett betydande intresse i tidigare undersökningar av inflytandestrukturen i såväl svenskt som utländskt näringsliv. På basis av den erfarenhetsmässiga besöksfrekvensen vid bolagsstämman har därvid ofta ett riktvärde beräknats för hur stor andel av röstetalet som krävs för att uppnå majoritet vid stämman. Till grund för ett sådant resonemang ligger att kontrollen över företaget är beroende av dels sannolikheten för att övriga ägare deltar och röstar vid bolagsstämman, dels den storleksmässiga relationen mellan "kontrollägarrens" och övriga ägares andelar av röstetalet. Ju lägre sannolikheten är att övriga ägare tar del i omröstningen, desto större är "kontrollägarrens"

utsikter till framgång. Under förutsättning att samtliga ägare röstar oberoende av varandra ökar också hans chanser ju större hans egen röstandel är i förhållande till var och en av de övriga ägarnas röstandelar, dvs. ju mer spridd den övriga strukturen är.

Av detta följer att en ökad röstandel för en viss ägare inte med nödvändighet medför en ökad sannolikhet för uppnående av majoritet vid bolagsstämman. Huruvida så är fallet bestäms av utvecklingen bland företagets övriga ägare. Inflytandekoncentrationen i företaget och kontrollmöjligheten för den största ägaren kan med andra ord utvecklas åt olika håll. Ökar såväl den största ägarens röstandel som exempelvis den näst största och tredje största ägarens andelar, kan sannolikheten för den största ägaren att uppnå majoritet för ett förslag vid stämman minska trots att koncentrationen ökat.

På motsvarande sätt kan en minskad inflytandekoncentration medföra att den största ägarens ställning stärks. Om den största ägarens röstandel är konstant medan resterande struktur blir mer spridd minskar koncentrationen, men sannolikheten för den största ägaren att vinna en omröstning ökar.

Med utgångspunkt i det ovan redovisade materialet rörande inflytandekoncentrationens utveckling kan konstateras att i 21 % av de 90 privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1978 innehade den största "ägaren" egen majoritet i röstetalet. Bland de 107 privatägda storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1985 var motsvarande andel dubbelt så stor, 42 %, se tabell 4:27 nedan. Uppgången förklaras framför allt av förhållandena i de under perioden tillkomna företagen. I 29 av de 46 tillkomna företagen innehade den största "ägaren" år 1985 mer än hälften av röstetalet.

Tabell 4:27 Privatägda svenska storföretag på aktiemarknaden år 1978 respektive år 1985 fördelade efter den största ägarens andel av röstetalet. (90 respektive 107 företag)

Andel av röstetal %	1978		1985	
	Antal företag	Kumulerad procent	Antal företag	Kumulerad procent
$x \geq 50$	19	21	45	42
$50 > x \geq 40$	15	38	15	56
$40 > x \geq 30$	10	49	18	73
$30 > x \geq 20$	16	67	13	85
$20 > x \geq 10$	15	83	12	96
$10 >$	15	100	4	100
	90		107	

Studeras utvecklingen i de 61 företag som bestod under hela perioden framgår att nio företag vid båda tillfällena hade en största "ägare" med en röstandel överstigande 50 %. I två tredjedelar av resterande företag ökade den största ägarens röstandel under perioden, medan den i en tredjedel minskade. Det är emellertid inte säkert att dessa upp- respektive nedgångar

i koncentrationen åtföljdes av en ökad respektive minskad kontroll för den största ägaren i företagen i fråga.

Inom den ekonomiska forskningen har en modell under senare år utvecklats för att beräkna sannolikheten för kontroll i företag som saknar majoritetsägare. Modellen har använts för beräkningar på amerikanska och brittiska data, men är svår att tillämpa på svenska förhållanden. I många svenska storföretag är ägar- och inflytandestrukturen så koncentrerad att de antaganden som sannolikhetsberäkningarna utgår från inte är uppfyllda, vilket leder till missvisande resultat. Modellen kan emellertid användas för vissa grova indikationer och visar då att en ökad röstandel för den största ägaren som regel också ökade sannolikheten för denne att kunna genomdriva ett stämmobeslut.¹⁰

Det är emellertid uppenbart att en ökad röstandel för den största ägaren i vissa fall åtföljdes av en minskad sannolikhet för uppnående av stämmomajoritet. Ett tydligt exempel på det erbjuder utvecklingen i företaget Alfa-Laval, vari släkten Wallenberg år 1978 var största ägare med omkring 9 % av röstetalet och Skandia näst största ägare med omkring 4 %. Wallenberg var största ägare även år 1985 och hade då en väsentligt högre röstandel, 26 %. Emellertid tillkom under perioden en ny näst största ägare, Lundbergföretagen, som år 1985 innehade 25 % av röstetalet. Under den tidigare angivna förutsättningen att ägarna röstar oberoende av varandra ger en sannolikhetsberäkning vid handen att Wallenbergs möjligheter att nå framgång vid en omröstning – trots det närmast tre gånger större innehavet – minskade under perioden.

Sammanfattningsvis indikerar materialet att koncentrationsutvecklingen i de enskilda företagen under perioden 1978–1985 inte entydigt kan översättas i kontrolltermer. I flertalet fall medförde den högre inflytandekoncentrationen år 1985 en stärkt kontroll för företagets största ägare, men det finns också exempel på motsatsen.

4.3.1.6 Ägarkategorier

En beskrivning av de förändringar i ägar- och inflytandestrukturen som skulle kunna vara av betydelse för fullgörandet av ägarnas uppgifter i företagen kan inte begränsas till att ange *hur många* ägare företagen har och *hur stora* dessa ägare är. Av flera skäl kan fullgörandet av dessa uppgifter också förväntas vara beroende av *vilka* ägare företagen har. I föreliggande avsnitt ges därför en beskrivning av ägarstrukturen i termer av ägarnas kate-goritillhörighet.

Redovisningen inleds med en genomgång av *samtliga* ägares fördelning på ägarkategorier. Med hänsyn till grundmaterialets karaktär och tidigare studiers uppläggning tvingas utredningen därvid använda utvecklingen i samtliga börsföretag som approximation för utvecklingen i den primärt

¹⁰ En beskrivning av modellen ges i appendix C.

studerade populationen privatägda svenska aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda. Redovisningen avser därefter kategorifördelningen bland de för ägarfunktionernas utövande mest intressanta ägarna, nämligen de stora ägarna i de enskilda företagen. Slutligen uppmärksammas, mycket kortfattat, de statistiska sambanden mellan den ökade koncentrationen i företagens ägarstruktur och den tilltagande institutionaliseringen av denna struktur.

Börsvärdets fördelning på ägarkategorier

Vid en kategorisering av ägarna kan en övergripande distinktion göras mellan fysiska och juridiska personer. Fysiska personer kan äga aktier i företagen antingen direkt eller indirekt via en juridisk person. Juridiska personer har med få undantag en egen ägarkrets, vilken kan bestå av såväl fysiska som andra juridiska personer. De juridiska personerna kan därför betecknas som mellanhandsägare. För en diskussion om fullgörandet av ägarnas uppgifter är det lämpligt att de juridiska personerna i sin tur indelas i olika kategorier med avseende på verksamhetsinriktning, såsom i invest-
mentföretag, försäkringsföretag och icke-finansiella företag.

Förekomsten av en slutlig ägarkrets bakom de juridiska personerna kan i vissa fall motivera att mellanhandsägandet elimineras så att exempelvis den av aktiefonder innehavda andelen av börsvärdet hänförs till aktiefondernas slutliga ägare.¹¹ Ett sådant förfarande kan vara ändamålsenligt vid en beskrivning av ägarstrukturen i exempelvis ett fördelningspolitiskt perspektiv. Utredningens uppdrag är emellertid att studera ägar- och inflytandestrukturen i företagens perspektiv och att diskutera effekterna av förändringar i denna struktur med avseende på företagens effektivitet och förnyelseförmåga. Som tidigare påpekats är det därvid nödvändigt att i såväl beskrivning som analys inbegripa samtliga kategorier ägare som innehar aktier i företagen, oberoende av om dessa ägare i sin tur har en egen ägarkrets eller ej.

Den primära källan för inhämtande av data om företagens ägarstruktur är, som tidigare påpekats, företagens aktieböcker. För ett visst företag kan aktiestockens fördelning på ägarkategorier kartläggas genom en fullständig genomgång av aktieboken och en klassificering av varje aktiepost med avseende på ägarens kategoritillhörighet. För en undersökning avseende en större mängd företag nödvändiggör emellertid aktieböckernas uppläggning och omfattning att en sådan genomgång utförs maskinellt.

Ett annat tillvägagångssätt för att fastställa olika ägarkategoriernas andelar av aktiestocken är att utgå från de uppgifter som ägarna själva offentliggör samt den statistik som utarbetas av olika myndigheter. Uppgifter av detta slag föreligger dock inte för samtliga ägarkategorier och är i flera fall behäftade med osäkerhet. Direktuppgifter finns att tillgå för fjärde AP-

¹¹ Som närmare redovisas i avsnitt 6.2.2 nedan är en aktiefond i strikt juridisk bemärkelse inte en juridisk person. Distinktionen är emellertid i föreliggande sammanhang oväsentlig och beaktas inte i det följande.

fonden, löntagarfonderna samt aktie-, aktiespar- och allemansfonderna. Detsamma gäller försäkringsföretagen, för vilka försäkringsinspektionen sammanställer denna typ av uppgifter. För de investment- och förvaltningsföretag som är börsföretag framgår aktieinnehaven av årsredovisningshandlingarna, men registreras också på basis av enkätundersökningar av SCB. Någon samlad statistik avseende det fåtal investmentföretag som inte är börsföretag och övriga förvaltningsföretag existerar däremot inte. Uppgifter om de icke-finansiella börsföretagens innehav kan hämtas ur deras årsredovisningar. Detta är möjligt att göra även för icke-finansiella företag utanför börslistorna, men förutsätter då kunskap om vilka av dessa företag som också är börsaktieägare och någon sådan sammanställning finns ej. För stiftelser och fysiska personer saknas direktuppgifter, utom i de fall de själva offentliggjort sådana uppgifter. Utländska ägares innehav av svenska aktier kan grovt beräknas med hjälp av riksbankens transaktionsstatistik. Någon möjlighet att skilja på fysiska och juridiska personer bland de utländska ägarna finns dock inte.¹²

En offentlig undersökning av börsvärdets fördelning på ägarkategorier baserad på en fullständig genomgång av företagens aktieböcker utfördes första gången år 1987 av SCB. Undersökningen avsåg förhållandena vid årsskiftet 1985–1986. För tidigare år är denna typ av undersökning inte möjlig att genomföra. De studier av börsvärdets fördelning på ägarkategorier vid slutet av 1970- och början av 1980-talet som i olika sammanhang utförts av utredningens expert Ragnar Boman och som refererats i kapitel 2 har därför baserats på i huvudsak direktstatistik, men också på partiella genomgångar av företagens aktieböcker.

Tabell 4:28 nedan innehåller för det första en sammanställning av *olika ägarkategoriernas andelar av börsvärdet* år 1979 och år 1983, grundad på de av Boman utförda undersökningarna. Därutöver redovisas för år 1985 utredningens bedömning av kategorifördelningen baserad på dels tillgänglig direktstatistik, dels SCB:s statistik och bearbetningar av denna. Börsvärdet år 1979 avser de företag som hade något aktieslag noterat på Stockholms fondbörs dåvarande A-lista eller den s.k. fondhandlarlistan, medan börsvärdet för år 1983 och år 1985 avser företag vilkas aktier noterades på Stockholms fondbörs A 1- eller A 2-lista.

Vid utgången av år 1978 var det totala börsvärdet 47 miljarder kronor, medan det vid årsskiftet 1985–1986 uppgick till 289 miljarder kronor. Drygt tre fjärdedelar av denna uppgång var en följd av att värdet på den befintliga aktiestocken i 1978 års börsföretag steg med omkring 480 % under perioden. Resterande del av uppgången representerar nettoeffekten av börsvärdet på de under perioden bortfallna och tillkomna företagen samt de nyemissioner av aktier som genomfördes under den studerade perioden.

Med avseende på olika ägarkategoriernas andelar av börsvärdet innebär detta att en kategori som år 1978 innehade en viss andel av börsvärdet och

¹² I den fortsatta framställningen inbegriper kategorin fysiska personer således endast fysiska personer bosatta i Sverige.

under perioden 1978–1985 inte förändrade sin aktieportfölj, vid periodens slut innehade en andel av börsvärdet som motsvarade endast omkring tre fjärdedelar av den ursprungliga andelen. Vid tolkning av tabellen bör således observeras att en ägarkategori som innehade en lika stor andel av börsvärdet vid periodens slut som vid dess början, i realiteten nettoköpte aktier under perioden.

Tabell 4:28 Börsvärdets fördelning på ägarkategorier vid utgången av år 1979, 1983 och 1985. Procent.

Ägarkategori	1979	1983
Aktie-, aktiespar- och allemansfonder	2	5
Börsnoterade investment- och förvaltningsföretag	14	16
Försäkringsföretag	13	14
Börsnoterade icke-finansiella företag	5	9
Ej börsnoterade icke-finansiella företag	8	} 24
Stiftelser, fonder etc.	16	
Fjärde AP-fonden	2	3
Utländska ägare	4	7
Svenska hushåll	36	22
	100	100

Källa: SOU 1982:28 samt industridepartementets årsbok 1983/84.

Ägarkategori	1985
Aktiefonder	1
Aktiespar- och allemansfonder	5
Börsnoterade investment- och förvaltningsföretag	16
Ej börsnoterade investment- och förvaltningsföretag	3
Försäkringsföretag	11
Börsnoterade icke-finansiella företag	9
Ej börsnoterade icke-finansiella företag	2
Stiftelser och intresseorganisationer	9
Fjärde AP-fonden	3
Löntagarfonder	1
Stat och kommun	2
Övriga juridiska personer	2
Utländska ägare	8
Fysiska personer	21
Ej fördelat ^a	7
	100

^a Avser förvaltarregistrerade aktier i poster omfattande färre än 500 aktier.

Källa: Statistiska centralbyrån.

Vad först avser den övergripande *fördelningen på fysiska och juridiska personer* visar tabellen att de fysiska personernas direktägda andel av börsvärdet minskade kraftigt under den aktuella perioden. Det bör dock observeras att närmare 7 % av börsvärdet i SCB:s undersökning är ofördelat till följd av att aktierna i fråga var förvaltarregistrerade i poster omfattande

färre än 500 aktier. Då så är fallet är uppgifter om aktiernas ägare inte offentliga. Hur stor andel av dessa aktier som ägdes av fysiska personer är svårt att bedöma. Aktieposternas begränsade storlek talar visserligen för att en stor del av dem tillhörde fysiska personer, men det är också känt att juridiska personer, såsom stiftelser och fonder, har betydande aktieinnehav i poster om färre än 500 aktier och att dessa ofta är förvaltarregistrerade. En grov uppskattning är att hälften av den ofördelade andelen på 7 % tillhörde juridiska personer och hälften fysiska personer. Det skulle innebära att de fysiska personernas direktägda andel av det totala börsvärdet uppgick till omkring 25 % år 1985 och således minskade med omkring 10 procentenheter under perioden 1978–1985.

Vad därefter gäller den mer detaljerade fördelningen på ägarkategorier ger tabellen och det bakomliggande grundmaterialet i korthet vid handen följande.

Aktiefonder av traditionellt slag innehade vid periodens början omkring 1,5 % av börsvärdet. Denna andel hade vid periodens slut sjunkit till 0,7 % och fonderna var under perioden nettosäljare av aktier.

Aktiespar- och allemansfonder är fonder för skattesubventionerat sparande i aktier. Aktiesparfondernas verksamhet startade år 1978 och upphörde, i den meningen att insättningar inte längre kunde göras till fonderna, i mars 1984. Vid samma tidpunkt inrättades i stället allemansfonderna. Tillsammans var de båda fondtyperna nettoköpare av aktier varje år under perioden och ökade successivt sin andel av börsvärdet. Vid utgången av år 1985 representerade deras innehav av börsaktier 4,6 % av börsvärdet.

Börsnoterade investment- och förvaltningsföretag innehade år 1979 omkring 14 % av börsvärdet. Sex år senare var motsvarande andel omkring 16 %, varav omkring 3 procentenheter innehades av dotterföretag till investmentföretag.

Ej börsnoterade investment- och förvaltningsföretag innefattar dels ett fåtal företag på OTC- och inofficiella listan, dels förvaltningsföretag som står utanför aktiemarknaden. Som exempel på det senare kan nämnas det av Erik Penser kontrollerade Yggdrasil, vilket år 1985 innehade betydande andelar i Nobel Industrier, Asken, Saba och Carnegie. Tillsammans innehade de icke-börsnoterade investment- och förvaltningsföretagen drygt 3 % av börsvärdet år 1985. Deras andel år 1979 kan inte utläsas ur statistiken, emedan de då inkluderades i kategorin ej börsnoterade icke-finansiella företag.

Försäkringsföretag är en kategori som i statistiken inbegriper dels de kollektiva arbetsmarknadsförsäkringarna AMF/SPP, dels liv- och skadeförsäkringsföretagen. AMF/SPP innehade under hela den studerade perioden börsaktier motsvarande knappt 3 % av börsvärdet. De övriga försäkringsföretagens sammanlagda andel av börsvärdet uppgick vid utgången av år 1985 till drygt 8 % efter att ha minskat med ett par procentenheter under den studerade perioden.

Börsnoterade icke-finansiella företag utgörs av börsföretag som inte tillhör kategorierna investment-, förvaltnings- eller försäkringsföretag. Enligt de

refererade undersökningarna steg denna kategoris andel av börsvärdet från 5 % år 1979 till 9 % vid mitten av år 1983. Som komplement till dessa uppgifter har utredningen låtit utföra en totalgenomgång av de aktieinnehav som redovisas i de icke-finansiella börsföretagens årsredovisningshandlingar för år 1978 och år 1985. Genomgången visar att icke-finansiella företag med aktier noterade på börs- eller fondhandlarlistan år 1978 innehade aktier i andra företag på dessa listor motsvarande knappt 4 % av det totala börsvärdet. År 1985 var motsvarande andel för företag med aktier inregistrerade på A 1- eller A 2-listan drygt 9 % av börsvärdet, varav 2 procentenheter innehades av dotterföretag.

Ej börsnoterade icke-finansiella företag innehade år 1985 omkring 2 % av det totala börsvärdet. Av denna andel svarade OTC- och inofficiellt noterade företag, som exempelvis Datatronic och IDK, för omkring en fjärdedel, medan resterande aktier innehades av icke-finansiella företag utanför aktiemarknaden, exempelvis IKEA och KF.

Stiftelser är en ägarkategori som inbegriper ideella stiftelser såsom Knut och Alice Wallenbergs stiftelse, företagsanknutna pensionsstiftelser såsom S-E-Bankens och Svenska Handelsbankens pensionsstiftelser, företagsanknutna personalstiftelser såsom Alfa-Lavals personalstiftelse, rörelsedrivande stiftelser samt slutligen familjestiftelser. Tillgången på uppgifter om stiftelsers innehav av börsaktier är mycket begränsad. De är inte skyldiga att avge någon offentlig årsredovisning och i flera fall avstår de också från att göra detta.¹³ På basis av företagens aktieböcker uppskattades den av stiftelser innehavda andelen av börsvärdet år 1979 till omkring 16 %. I SCB:s undersökning avseende år 1985 har stiftelser och intresseorganisationer, t. ex. SAF och LO, slagits samman och uppnår tillsammans drygt 9 % av börsvärdet. Till detta skall dock läggas ett par procentenheter av den ofördelade andel på 7 % som är hänförlig till förvaltarregistrerade aktier i poster omfattande färre än 500 aktier.

Fjärde AP-fonden som startade sin verksamhet år 1974 innehade vid ingången av den studerade perioden börsnoterade aktier till ett värde motsvarande 2,1 % av det totala börsvärdet. Denna andel ökade något under perioden och uppgick år 1985 till 2,5 % av börsvärdet.

Löntagarfonderna startade sin verksamhet tio år efter fjärde AP-fonden och nettoköpte aktier under de två verksamhetsår som ryms inom den av utredningen studerade perioden. Marknadsvärdet av börsaktieinnehaven uppgick vid utgången av år 1985 till 2,3 miljarder kronor, vilket motsvarade drygt 0,8 % av börsvärdet.

Staten och kommunerna hade vid periodens slut en ägarandel motsvarande omkring 2 % av börsvärdet. Staten ägde aktier i endast ett börsföretag, PK-banken, vilken introducerades på aktiemarknaden år 1984. Statens andel i PK-banken uppgick till 85 %, vilket representerade 1,4 % av börs-

¹³ Ett förslag till lag om stiftelser framlades år 1987 av justitiedepartementet. Ett genomförande av förslaget skulle bl. a. öka den offentliga insynen i stiftelsernas verksamhet. Se Ds Ju 1987:14.

värdet. Kommunernas innehav av börsaktier bestod främst av aktier i Sydkraft till ett värde motsvarande knappt 1 % av börsvärdet.

Statens ägande av börsaktier skall inte sammanblandas med att statliga institutioner förvaltar en mängd fonder, vilkas tillgångar delvis är placerade i börsaktier. De största förvaltarna i detta avseende var vid utgången av år 1985, i nämnd ordning, kammarkollegiet, Karolinska institutet och universitetet. Värdet av de börsaktier som förvaltades av kammarkollegiet uppgick till omkring 800 miljoner kronor. Ägare till de förvaltade medlen är emellertid respektive fond, varför de i statistiken inte redovisas under rubriken stat och kommun.

Utländska ägare innefattar i statistiken dels utländska fysiska och juridiska personer, dels svenska medborgare som har fast bostad utomlands. På basis av utdelningsstatistik och företagens aktieböcker beräknades denna ägarkategori andel av börsvärdet år 1979 till omkring 4 %. År 1985 var motsvarande andel omkring 8 %.

Fysiska personer är i de tidigare undersökningarna en restpost i statistiken. Den utgörs av innehav som är direktägda av fysiska personer bosatta i Sverige och framkommer som skillnaden mellan det totala börsvärdet och de andelar som på basis av direktstatistik och bearbetningar av aktieböcker hänförts till övriga ägarkategorier. Med ett sådant tillvägagångssätt redovisar de tidigare undersökningarna andelen 36 % för år 1979 och den väsentligt lägre andelen 22 % för år 1983. Den använda metoden medför dock att uppgifterna måste tolkas med viss försiktighet. SCB:s mätning för år 1985 som baseras på en fullständig genomgång av aktieböckerna ger vid handen en andel på drygt 21 %. Som inledningsvis påpekats kan dock en betydande del av den i SCB:s undersökning ofördelade andelen på 7 % antas tillhöra fysiska personer, varför deras andel av börsvärdet snarare torde ha legat i närheten av 25 %. Det bör observeras att därvid inkluderats endast av fysiska personer direktägda aktier och att exempelvis familjeägda förvaltningsföretags innehav hänförts till juridiska personers innehav. Som framgår av tabellen kan dock familjekontrollerade förvaltningsföretags andel av börsvärdet år 1985 ha motsvarat högst omkring 3 %, varför betydelsen av den snäva definitionen av kategorin fysiska personer inte bör överdrivas.

Sammanfattningsvis kan den tillgängliga statistiken, trots skillnader i undersökningsmetod, anses indikera följande större förändringar i börsvärdets fördelning på ägarkategorier under perioden 1979–1985:

- en minskad andel för svenska fysiska personer
- en ökad andel för svenska juridiska personer, framför allt aktiespar- och allemansfonder samt icke-finansiella företag
- en ökad andel för utländska ägare.

Även vid en bedömning av förändringar i börsvärdets fördelning på ägarkategorier måste hänsyn tas till *förändringar i företagspopulationen under den studerade perioden*. Som tidigare konstaterats lämnade flera företag börslistorna under perioden och ett stort antal företag tillkom. I den mån dessa företag hade en med avseende på ägarkategorier annorlunda fördelning än

de under perioden bestående företagen påverkade detta fördelningen av det totala börsvärdet. Graden av påverkan beror emellertid också på hur stor andel av börsvärdet som var hänförlig till å ena sidan de bortfallna respektive tillkomna företagen och å andra sidan de bestående företagen. Även stora skillnader i kategorifördelning får ett begränsat genomslag i totalsiffrorna om de bortfallna och tillkomna företagens börsvärden är små i förhållande till det totala börsvärdet.

Vid utgången av år 1978 omfattade börsföretagspopulationen totalt 133 företag. Av dessa försvann 28 företag ur populationen under perioden, medan 105 företag kvarstod vid periodens utgång. Under perioden tillkom emellertid också 58 företag, varför det totala antalet börsföretag uppgick till 163 vid årsskiftet 1985–1986.

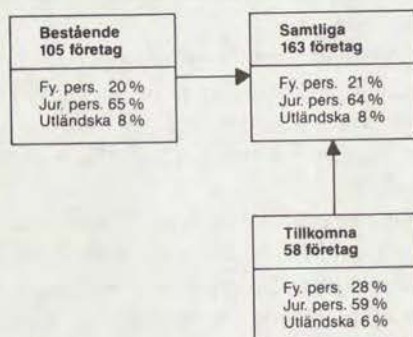
Det har inte varit möjligt att erhålla uppgifter om den totala aktiestockens fördelning på ägarkategorier bland de 28 företag som bortföll ur börsföretagspopulationen under perioden. De uppgifter utredningen haft att tillgå avser endast de större ägarnas kategoritillhörighet år 1978. Uppgifterna tyder emellertid på att kategorifördelningen i denna grupp företag inte markant avvek från motsvarande fördelning bland de 105 företag som bestod under hela perioden. Utredningens beräkningar visar också att det sammanlagda börsvärdet på de bortfallna företagen motsvarade endast omkring 9 % av det totala börsvärdet år 1978, varför bortfallet inte annat än marginellt kan ha påverkat kategorifördelningen i börsföretagspopulationen som helhet.

Vad därefter gäller de 58 företag som tillkom under perioden visar uppgifter från SCB att betydande skillnader förelåg mellan ägarnas kategoritillhörighet i dessa företag och i de 105 företag som bestod i populationen under hela perioden. I gruppen tillkomna företag var den av fysiska personer direktägda andelen av börsvärdet väsentligt större än i den grupp företag som under hela perioden återfanns på fondbörsen, 28 % respektive 20 % (utan hänsyn till den i undersökningen ofördelade andelen). En markant högre andel av börsvärdet i de tillkomna än i de bestående företagen framkommer också för ägarkategorin icke-finansiella företag. För övriga ägarkategorier var förhållandet det omvända, de hade väsentligt lägre andelar av börsvärdet i gruppen tillkomna än i gruppen bestående företag. De iakttagna skillnaderna kan sägas vara ett uttryck för att de tillkomna företagen i stor utsträckning var familjeägda företag och s. k. avknopningsföretag.

De tillkomna företagens sammanlagda börsvärde representerade emellertid knappt 14 % av det totala börsvärdet år 1985. Trots de stora avvikelserna i fördelningen fick därför inte heller dessa företags ägarförhållanden annat än ett marginellt genomslag i hela populationen. Vad gäller fördelningen mellan fysiska och juridiska personer var effekten av de tillkomna företagen att den registrerade tillbakagången för fysiska personer skulle varit omkring 1 procentenhet större om de tillkomna företagens ägarstruk-

tur överensstämmt med de bestående företagens struktur. Se vidare figur 4:2 nedan.

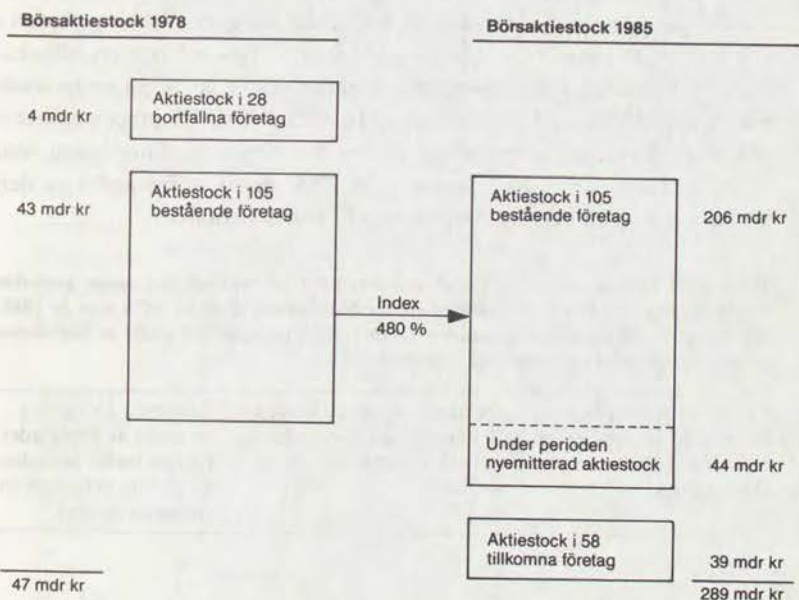
Figur 4:2 Börsvärdets fördelning på ägarkategorier vid utgången av år 1985. Ofördelad andel 7 %.



I de 105 företag som bestod under hela perioden är ägarkategoriförändringarna en följd av dels transaktioner i den ursprungliga aktiestocken, dels olika kategoriers deltagande i de under perioden genomförda nyemissionerna. Om olika ägarkategorier inte deltar i nyemissioner i proportion till sina tidigare andelar av börsvärdet, kommer aktiestockens fördelning på ägarkategorier att förändras. En stor andel riktade emissioner till exempelvis utlandet medför således att den utlandsägda andelen ökar, medan övriga kategoriers andelar spådes ut. För utredningens analys av orsakerna till förändringar i ägarstrukturen är det av intresse att klarlägga i vilken utsträckning förändringarna är ett resultat av transaktioner i den ursprungliga aktiestocken och i vilken utsträckning de beror på graden av deltagande i nyemissioner.

En beräkning av börsvärdet år 1985 på de aktier som under perioden nyemitterades av de bestående företagen kan göras på olika sätt. Utredningen har valt att utgå från det sammanlagda börsvärdet på dessa företag år 1978, räkna upp detta med generalindex och därefter jämföra det erhållna värdet med företagens verkliga börsvärde år 1985. Den skillnad som därvid framkommer utgör enligt utredningens mening en godtagbar approximation för det sammanlagda nyemissionsbeloppet under perioden, uttryckt i 1985 års aktiekurser. Som framgår av figur 4:3 ger en sådan beräkning vid handen att omkring 44 miljarder kronor, eller 15 % av börsvärdet år 1985, var börsvärdet av de under perioden genomförda nyemissionerna i de företag som bestod under hela perioden.

Figur 4:3 Börsvärdet år 1978 och år 1985 fördelat med hänsyn till populationsförändringar och nyemissioner av aktier.



Utredningen har inte i detalj kunnat kartlägga i vilken utsträckning skilda ägarkategorier deltog i de nyemissioner som genomfördes under perioden. Genom olika antaganden i detta avseende kan emellertid en bild erhållas av hur stor del av de redovisade förskjutningarna i ägarstrukturen som var en följd av å ena sidan ett oproportionellt deltagande i nyemissionerna och å andra sidan transaktioner i den under perioden bestående aktiestocken. I tabell 4:29 nedan har således den av fysiska personer år 1985 ägda andelen av den bestående aktiestockens börsvärde beräknats för olika antaganden om deras andel år 1985 av de under perioden nyemitterade aktierna. Beräkningen utgår från att de fysiska personernas andel av den bestående aktiestocken år 1978 var 36 % (en approximation utifrån 1979 års värde) och att deras andel av *hela* aktiestocken (summan av bestående och emitterade aktier) i de 105 företag som bestod under hela perioden uppgick till 25 % år 1985.

En första slutsats av dessa beräkningar är att ett oproportionellt lågt deltagande i nyemissionerna inte ensamt kan förklara tillbakagången för de fysiska personerna. Även om dessa år 1985 inte alls innehade någon del av de under perioden nyemitterade aktierna, måste deras andel i den bestående aktiestocken ha sjunkit till 30 % för att andelen i hela stocken skall

bli 25 %. Av 11 procentenheters tillbakagång är således minst 6 procentenheter hänförliga till transaktioner i den bestående aktiestocken.

Om de fysiska personerna år 1985 ägde 10 % av den nyemitterade aktiestocken ger tabellen vid handen att nettoförsäljningarna under perioden i den bestående aktiestocken motsvarade 8 av 11 procentenheters tillbakagång. Var andelen i den nyemitterade aktiestocken 20 %, så motsvarade nettoförsäljningarna i den bestående aktiestocken 10 av 11 procentenheters tillbakagång osv. Ju större andel av den nyemitterade aktiestocken som ägdes av kategorin fysiska personer år 1985, desto större andel av den bestående stocken måste kategorin ha sålt under perioden.

Tabell 4:29 Fysiska personers andel av börsvärdet år 1985 på den under perioden bestående aktiestocken i de företag som var börsföretag såväl år 1978 som år 1985. Beräkningar utifrån olika antaganden om de fysiska personernas andel av börsvärdet på den nyemitterade stocken. (105 företag)

Antagen andel av börsvärdet år 1985 på den under perioden nyemitterade aktiestocken %	Beräknad andel av börsvärdet år 1985 på den under perioden bestående aktiestocken %	Beräknad förändring av andel av börsvärdet på den under perioden bestående aktiestocken (procentenheter)
0	36	-6
5	29	-7
10	28	-8
15	27	-9
20	26	-10
25	25	-11
50	20	-16
100	9	-27

Mot bakgrund av att omkring en tredjedel av det totala nyemissionsbeloppet under perioden var hänförligt till antingen emissioner utomlands eller riktade emissioner inom landet och att därutöver ett stort antal apportemissioner ägde rum under perioden är det troligt att svenska fysiska personer år 1985 innehade en mycket begränsad andel av de aktier som emitterades. Enligt utredningens bedömning torde denna andel ha legat väsentligt under 25 %. Av beräkningarna i tabellen följer då att nettoförsäljningarna ur den bestående aktiestocken motsvarade i runda tal mellan 6 och 10 procentenheter.

Sammanfattningsvis kan konstateras att de inträffade förskjutningarna i det totala börsvärdets fördelning på ägarkategorier mellan år 1978 och år 1985 i huvudsak ägde rum genom förändringar i de företag som under hela perioden fanns med i börsföretagspopulationen. Förändringarna var endast i begränsad utsträckning en följd av fördelningen i de företag som bortföll respektive tillkom i populationen. I de 105 företag som återfanns på börslistorna såväl år 1978 som år 1985 orsakades förändringarna av dels transaktioner i den del av aktiestocken som bestod under hela perioden, dels ett med avseende på ägarnas kategoritillhörighet oproportionellt deltagande i

de nyemissioner som dessa företag genomförde under perioden. När det gäller fördelningen på fysiska personer och övriga ägarkategorier förklaras *åtminstone* halva tillbakagången för de fysiska personerna av nettoförsäljningar i den bestående aktiestocken, medan resten är en följd av en låg andel i den nyemitterade delen av aktiestocken.

Mot bakgrund av den konstaterade tillbakagången för fysiska personers direktägarande av börsaktier har utredningen också kartlagt *de fysiska personernas sammanlagda andel av aktiekapitalet i de enskilda börsföretagen* år 1985. Som framgår av tabell 4:30 nedan var denna andel mindre än 10 % i närmare en fjärdedel av företagen och mindre än 20 % i drygt hälften av företagen. Endast i knappt en tiondel av börsföretagen uppgick de fysiska personernas sammanlagda andel av aktiekapitalet till mer än 50 % och endast i *ett* företag var andelen större än 90 %.

Tabell 4:30 Fysiska personers sammanlagda andel av aktiekapitalet i företag som återfanns på Stockholms fondbörs A 1- och A 2-lista vid utgången av år 1985. (163 företag)

Andel av aktie- kapitalet %	Antal företag	Andel av företagen %
90 – 100	1	< 1
80 – 90	2	1
70 – 80	0	0
60 – 70	2	1
50 – 60	10	6
40 – 50	10	6
30 – 40	15	9
20 – 30	38	23
10 – 20	47	29
0 – 10	38	23
	163	100

Källa: Statistiska centralbyrån.

En uppdelning har också gjorts med hänsyn till företagens börsvärde. Därvid framgår att de företag i vilka fysiska personer innehade en stor andel av aktiekapitalet i regel hade ett betydligt lägre börsvärde än genomsnittet. I 9 av de 15 företag där andelen uppgick till minst 50 % var företagets börsvärde lägre än 250 miljoner kronor. I fem av företagen var börsvärdet mellan 0,5 och 1 miljard kronor och endast i ett företag översteg det 1 miljard kronor. Se vidare tabell 4:31 nedan.

Tabell 4:31 Fysiska personers sammanlagda andel av aktiekapitalet i börsföretagen år 1985. Fördelning efter företagens börsvärde. (163 företag)

Kapital- andel %	Börsvärde (miljoner kronor)											Antal
	0- 250	251- 500	501- 750	751- 1 000	1 001- 1 500	1 501- 2 000	2 001- 2 500	2 501- 5 000	5 001- 7 500	7 501- 10 000	>10 000	
90 - 100	1											1
80 - 90	1			1								2
70 - 80												0
60 - 70	1		1							1		2
50 - 60	6			3								10
40 - 50	2	4	2	2								10
30 - 40	5	2	1	2			2		1			15
20 - 30	4	6	2	6	1	4		5	1	3	3	38
10 - 20	9	9	4	4	2	2	5	6	2	3	1	47
0 - 10	10	12	3	2	7	—	—	4	—	—	—	38
	39	33	13	20	14	6	7	15	4	8	4	163

Källa: Statistiska centralbyrån.

De enskilda företagens största ägare

Den totala aktiestockens fördelning på ägarkategorier ger en bild av de källor som svarar för företagets försörjning med riskkapital, men visar inte i vilken utsträckning de också har möjlighet att utöva inflytande över verksamheten i företagen. För att bedöma detta bör intresset fokuseras på i första hand *stora ägare i de enskilda företagen*. De juridiska personernas dominans blir därvid ännu mer markerad. Närmare två tredjedelar av företagen hade en juridisk person som största ägare år 1985.

Vid en jämförelse över tiden framgår visserligen att andelen fysiska personer bland de största respektive fem största ägarna var något större år 1985 än år 1978 och att det institutionella ägandet av de stora aktieposterna i de enskilda företagen i denna antalsmässiga mening således minskade något under perioden. En närmare granskning visar emellertid att det ökade inslaget av fysiska personer bland de enskilda företagens stora ägare i sin helhet var hänförligt till de 46 företag som tillkom i storföretagspopulationen under perioden. Studeras utvecklingen i enbart de 61 företag som vid båda tillfällena tillhörde gruppen privatägda svenska storföretag på aktiemarknaden framträder en motsatt bild med en ökad andel juridiska personer bland de stora ägarna. År 1985 saknade omkring två tredjedelar av dessa företag helt fysiska personer bland de fem största ägarna. Särredovisas olika ägarkategorier framgår att fysiska personers innehav av stora aktieposter ersatts av i första hand icke-finansiella företag och investmentföretag. Se tabell 4:32.

Tabell 4:32 Ägarkategoritillhörighet för den största respektive de fem största ägarna av aktiekapitalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som såväl år 1978 som år 1985 var aktiemarknadsföretag. Procent. (61 företag)

	Icke finansiella företag	Investmentföretag	Försäkringsföretag	Fjärde AP-fonden	Övriga juridiska personer	Fysiska personer
<u>Andel av de största ägarna</u>						
År 1978	20	34	8	3	5	30
År 1985	28	38	7	0	7	21
<u>Andel av de fem största ägarna</u>						
År 1978	8	31	25	6	14	16
År 1985	12	25	21	9	21	13

En adekvat beskrivning av de stora ägarnas kategoritillhörighet kan emellertid inte avse endast *antalet* ägare av en viss kategori. Hänsyn bör också tas till hur stora andelar av aktiekapitalet och rösttalet dessa ägare innehar liksom till kapitalstorleken på de studerade företagen.

Undersökningen visar att den största ägarens kapitalandel i de 107 privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1985 genomsnittligt sett var väsentligt större i de fall ägaren var en fysisk person än i de

fall ägaren var en juridisk person, 39 % jämfört med 23 %. Som framgår av diagram 4:7 nedan var dock de fysiska personernas innehav av den största kapitalandelen koncentrerade till företag som hade ett lägre börsvärde än de företag i vilka juridiska personer innehade den största kapitalandelen. I närmare hälften av de storföretag som hade ett börsvärde lägre än 1 miljard kronor var den största ägaren en fysisk person. Bland företag med ett börsvärde överstigande 1 miljard kronor var motsvarande andel knappt en femtedel och i företag med ett börsvärde överstigande 4 miljarder kronor förekom, med två undantag, över huvud taget inte någon fysisk person som största ägare.

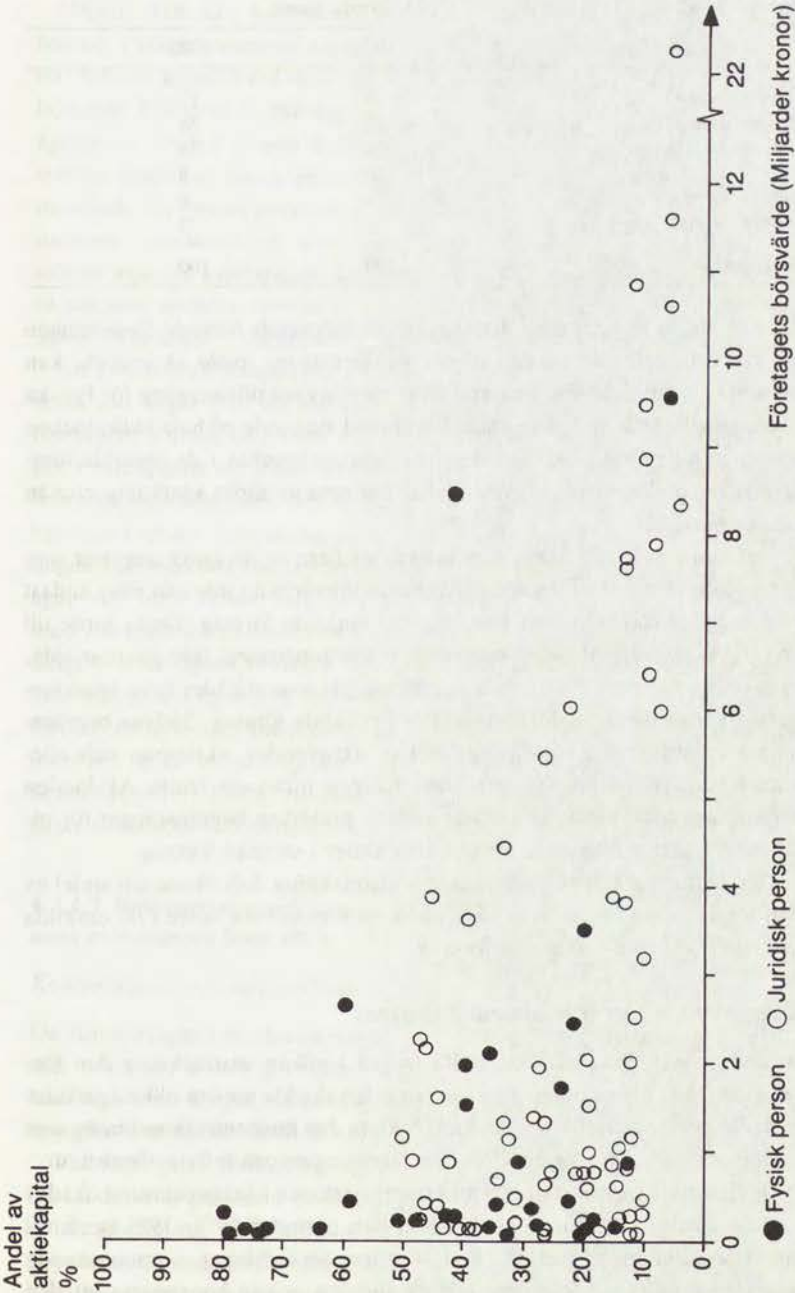
I de fall den största kapitalandelen innehades av en fysisk person var det genomsnittliga värdet av denna andel därför väsentligt mindre än i de fall den innehades av en juridisk person – trots att fysiska personers innehav ofta representerade större procentuella andelar. Detta förhållande blir ännu tydligare om jämförelsen utvidgas till de fem största ägarna. Se vidare tabell 4:33 nedan.

Tabell 4:33 De fem största ägarnas kategoritillhörighet och andelar av aktiekapitalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1985. (107 företag)

Aktiepost	Ägarens kategori- tillhörighet	Ägarens genom- snittliga andel av aktiekapitalet %	Andelens genomsnittliga börsvärde (mkr)
Största	Fysisk person	39	320
Största	Juridisk person	23	430
Näst största	Fysisk person	14	87
Näst största	Juridisk person	11	198
Tredje största	Fysisk person	9	43
Tredje största	Juridisk person	7	137
Fjärde största	Fysisk person	6	33
Fjärde största	Juridisk person	5	102
Femte största	Fysisk person	4	20
Femte största	Juridisk person	4	88

Ett sätt att eliminera den storleksmässiga skillnaden mellan företagen är att jämföra börsvärdet på den sammanlagda andel av aktiekapitalet i de studerade företagen som innehades av en viss kategori största ägare med börsvärdet på den andel som innehades av samtliga största ägare. För de 61 företag som under hela perioden återfanns i den studerade gruppen ger en sådan jämförelse vid handen att de juridiska personernas andelar ökade. Av det sammanlagda börsvärdet på de aktier som de största ägarna innehade i dessa företag svarade de juridiska personerna år 1978 för 76 % och år 1985 för 83 %. Delas i dessa företag de juridiska personerna upp i olika ägarkategorier framkommer att de fysiska personernas minskade andelar ersattes av i första hand icke-finansiella företag och investmentföretag, se tabell 4:34 nedan.

Diagram 4:7 De största ägarnas kategoritillhörighet och andelar av aktiekapitalet i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1985. Fördelning efter börsvärdet på företagets aktiestock. (107 företag)



Tabell 4:34 Sammanlagt börsvärde på de största ägarnas andelar av aktiekapitalet fördelat på ägarnas kategoritillhörighet. Privatägda svenska fristående företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag såväl år 1978 som år 1985. Procent. (61 företag)

Ägarkategori	Största ägare	
	1978	1985
Fysisk person	24	17
Investmentföretag	32	38
Icke-finansiellt företag	28	34
Försäkringsföretag	10	8
Fjärde AP-fonden	4	0
Övriga juridiska personer	2	3
Samtliga	100	100

Jämförs dessa resultat med dem som ovan redovisats rörande fördelningen på ägarkategorier av de privatägda storföretagens *totala* aktiestock, kan konstateras att båda mätningarna visar en markant tillbakagång för fysiska personers direktäggande av aktier. Såväl med avseende på hela aktiestocken som med avseende på endast de stora ägarnas innehav i de enskilda företagen, innehades en allt större andel av aktierna av andra ägarkategorier än fysiska personer.

Det kan emellertid också konstateras att flera av de ägarkategorier som spelade en stor roll i företagets riskkapitalförsörjning inte alls eller endast undantagsvis förekom som stora ägare i enskilda företag. Detta torde till viss del vara en följd av en medveten placeringsstrategi från ägarnas sida, men också ett resultat av legala begränsningar som vidlåder flera ägarkategoriernas möjligheter att förvärva aktier i enskilda företag. Sådana begränsningar föreligger för försäkringsföretag, aktiefonder, aktiespar- och allemansfonder, fjärde AP-fonden, den nyligen inrättade femte AP-fonden samt löntagarfonderna. Därutöver råder i praktiken begränsningar för utländska ägares möjligheter att förvärva aktier i svenska företag.

Den enda ägarkategori som i större utsträckning dels ökade sin andel av den totala börsaktiestocken, dels förekom som största ägare i de enskilda företagen var icke-finansiella företag.

Kategoritillhörighet och koncentrationsgrad

Avslutningsvis finns skäl att ställa frågan i vilken utsträckning den förskjutning som under den studerade perioden skedde mellan olika ägarkategoriernas andelar av aktiestocken kan förklara den koncentrationsökning som samtidigt ägde rum i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur.

Det har tidigare konstaterats att koncentrationen i ägarstrukturen ökade i flertalet av de 61 storföretag som under hela perioden 1978–1985 återfanns på aktiemarknaden. Beaktas endast större förändringar – motsvarande minst en tiondel av den ursprungliga andelen – kan konstateras att den största ägarens andel av aktiekapitalet ökade i 31 och minskade i 22 av dessa företag. I de företag i vilka koncentrationen i denna mening ökade var den

största ägarens kapitalandel i genomsnitt mer än dubbelt så stor vid periodens slut som vid dess början. I de företag i vilka koncentrationen minskade uppgick andelen vid periodens slut till i genomsnitt mellan tre fjärdedelar och fyra femtedelar av andelen vid periodens början.

Någon skillnad i börsvärde förelåg genomsnittligt sett inte mellan de företag i vilka koncentrationen ökade respektive minskade. Däremot kan en skillnad konstateras med avseende på den största ägarens kategoritillhörighet. I 28 av de 31 företag i vilka koncentrationen ökade var den största ägaren en juridisk person år 1985. Endast i tre av de 31 företagen var den största ägaren en fysisk person. Bland de företag i vilka koncentrationen minskade var fysiska personer största ägare i 9 av 22 fall år 1985. Kortfattat indikerar resultaten att koncentrationsuppgången med avseende på den största ägarens kapitalandel kom till stånd genom att institutionella ägare ökade sina andelar, medan fysiska personer – i de fall dessa var största ägare i företagen – minskade sina andelar.

En koncentrationsuppgång i de enskilda företagens ägarstruktur som på detta sätt utgår från en institutionalisering av ägandet utesluter inte att företagens slutliga ägarkrets samtidigt vidgas. Som tidigare påpekats kan det i exempelvis ett fördelningspolitiskt perspektiv finnas skäl att bortse från mellanhandsägarna och studera koncentrationsutvecklingen i den slutliga ägarkretsen. Utredningens uppdrag är emellertid att studera utvecklingen i de enskilda företagens perspektiv och att relatera förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen till ägarnas möjligheter att förse företagen med riskkapital och övervaka hur det kapitalet används. Dessa uppgifter fullgörs av de ägare *företagen* har, oberoende av om ägarna i sin tur har en bakomliggande ägarkrets eller ej. En koncentrationsökning i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur kan därvid, något förenklat, sägas innebära att de största ägarna fått en större betydelse för fullgörandet av dessa uppgifter. Detta utesluter givetvis inte att det sätt på vilket uppgifterna fullgörs kan påverkas av den slutliga ägarkretsens utseende.

4.3.1.7 Koncentration och kategorifördelning i ett längre tidsperspektiv samt utvecklingen fram till år 1988

Koncentration och kategorifördelning 1950–1985

De förändringar i storföretagens ägar- och inflytandestruktur som redovisats ovan har avsett perioden 1978–1985. I syfte att belysa dessa förändringar i ett längre tidsperspektiv har utredningen också insamlat vissa uppgifter om ägarstrukturen i svenskt näringsliv år 1950 och år 1963.

Vad först gäller *förändringarna i storföretagspopulationen*, kan konstateras att dessa är ännu mer omfattande i det längre tidsperspektivet. Flertalet av de storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1950 försvann ur populationen under trettiofemårsperioden fram till år 1985. Det kan också konstateras att den dominerande förklaringen till bortfallen även i det längre tidsperspektivet är att företagen köptes upp av andra företag. I realiteten fanns därför verksamheten i de bortfallna företagen ofta kvar även år 1985, men bedrevs då inom ramen för något annat företag.

Endast 31 företag uppfyllde under hela perioden 1950–1985 kriteriet att dels ha minst 500 anställda, dels vara aktiemarknadsföretag. Som framgår av tabell 4:35 nedan återfanns bland dessa företag flertalet av landets största industrikoncerner och tre av de större bankerna. Tillsammans svarade dessa företag under hela perioden för större delen av sysselsättningen bland de privatägda storföretagen.

Tabell 4:35 Privatägda svenska aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda såväl år 1950 som år 1963, 1978 och 1985. (31 företag)

Företag	Grundat	Börsintroducerat
AGA	1904	1911
Alfa-Laval (Separator)	1883	1901 ^a
ASEA	1883	1901 ^a
Atlas Copco (Atlas Diesel)	1873	1920
Borås Wäveri	1870	1947
Cardo (Sockerbolaget)	1907 ^b	1908
Electrolux	1910	1930
Ericsson	1876	1919
Esselte	1915 ^b	1917
Euroc (Skånska Cement)	1871	1901 ^a
Gunnebo	1764	1903
Götabanken	1848	1903
Holmen	1609	1907
Iggesund	1685	1949
Industrivärden	1944	1945
Kinnevik (Fagersta)	1873 ^b	1943
MoDo	1873	1936
Munksjö	1862	1919
Nobel (Bofors)	1646	1911
PLM	1919	1937
Saab	1937	1944
Sandvik	1868	1901 ^a
SCA	1929 ^b	1950
S-E-Banken ^c	1856/1864	1901 ^a
SHB	1871	1901 ^a
Skandia	1855	1901 ^a
SKF	1907	1914
Stora	1288 ^d	1901 ^a
Swedish Match (STAB)	1917 ^b	1917
Transatlantic	1904	1942
Volvo	1927	1935

^a Regelbunden handel vid Stockholms fondbörs har bedrivits sedan år 1901. Företagets aktier torde dock redan dessförinnan ha varit föremål för handel vid fondbörsen.

^b Fusion av flera äldre företag.

^c S-E-Banken tillkom genom en fusion mellan Stockholms Enskilda Bank och Skandinaviska Banken år 1972. Stockholms Enskilda Bank grundades år 1856 och Skandinaviska Banken år 1864. Båda bankerna börsintroducerades år 1901.

^d Stora Kopparberg organiserades som aktiebolag år 1888.

För 27 av dessa företag har utredningen funnit ägaruppgifter som avser hela den aktuella perioden, medan uppgifterna för fyra företag är ofullständiga. Den fortsatta framställningen begränsas därför till 27 av företagen.

I fråga om *ägarkoncentrationen* i dessa företag kan inledningsvis konstateras dels att företagen vid periodens början väsentligt skilde sig åt i fråga om koncentrationsgrad, dels att en koncentrationsuppgång genomsnittligt sett ägde rum under perioden. Fem av företagen saknade vid periodens början helt och hållet ägare med innehav motsvarande minst 2 % av aktiekapitalet och totalt förekom 79 aktieinnehav av denna storleksordning. Vid periodens slut hade samtliga företag ägare med innehav som uppgick till 2 % eller mer av aktiekapitalet och det totala antalet innehav av denna storlek var 180 stycken. Samtidigt ökade de större innehavens sammanlagda andel av aktiekapitalet. År 1950 svarade innehav om minst 2 % tillsammans för i genomsnitt 22 % av aktiekapitalet i de enskilda företagen. År 1985 var motsvarande andel 50 %.

På en mer detaljerad nivå framgår att den största ägarens andel av aktiekapitalet ökade i 19 av de 27 företagen, medan den i två företag var oförändrad och i sex företag minskade. I de 19 företag i vilka koncentrationen i denna bemärkelse ökade, tredubblades den genomsnittliga andelen för den största ägaren, från 7 % till 22 %. I de sex företag i vilka koncentrationen sjönk, minskade den största ägarens andel från 32 % till 14 %. För gruppen som helhet innebar utvecklingen att den största ägarens andel av aktiekapitalet ökade från i genomsnitt 13 % år 1950 till 19 % år 1985.

Vad därefter gäller *röstandelskoncentrationen* kan konstateras att den största ägaren i drygt hälften av de 27 företagen år 1950 innehade röststarka aktier och därmed en högre andel av det totala röstetalet än av aktiekapitalet. I genomsnitt uppgick den största ägarens andel av röstetalet till 16 %, medan andelen av aktiekapitalet enligt vad ovan sagts uppgick till 13 %. Bruket av aktieslag med olika röstvärden medförde att den största ägarens andel av röstetalet i många företag steg mer än kapitalandelen under den aktuella perioden. Det finns också företag i vilka röstandelen för den största ägaren ökade trots att kapitalandelen var oförändrad eller minskade under perioden. Så var exempelvis fallet i Electrolux, i vilket den största ägaren, företaget Stabilitas, innehade omkring 39 % av såväl aktiekapitalet som röstetalet vid periodens början. Trettiofem år senare var ASEA största ägare med den väsentligt lägre kapitalandelen 12 %, men med 48 % av det totala röstetalet. Sammantaget ökade den största ägarens genomsnittliga andel av röstetalet i de 27 företagen från 16 % till 26 % under perioden, vilket var en något större ökning än för andelen av aktiekapitalet.

Koncentrationsökningen i de studerade företagen sammanföll med en markant förskjutning i fråga om ägarnas *kategoritillhörighet*. Denna kommer till uttryck bl. a. i en minskande andel fysiska personer bland företagens större ägare. En annan iakttagelse av intresse är att antalet stora aktieposter tillhöriga juridiska personer ökade markant under perioden. Det har ovan konstaterats att antalet innehav motsvarande minst 2 % av aktiekapitalet eller röstetalet steg från 79 till 180 innehav under perioden

och att den genomsnittliga andel av aktiestocken i företagen som täcktes av dessa poster samtidigt ökade. Det mer än fördubblade antalet stora innehav var således en följd av att nya ägare tillkom i företagen och inte resultatet av att tidigare stora innehav splittrades. En klassificering av företagens stora ägare med avseende på kategoritillhörighet visar att drygt 90 % av dem var juridiska personer. Som exempel kan nämnas att försäkringsföretag år 1950 hade 3 aktieinnehav om minst 2 % i de berörda företagen, medan motsvarande antal innehav år 1985 var omkring 50. En likartad utveckling kan iakttas för investmentföretagens del. Vad gäller de icke-finansiella företagens betydelse som stora ägare framgår bl. a. att icke-finansiella aktiemarknadsföretag år 1950 hade 6 aktieinnehav motsvarande minst 2 % i de 27 företagen, medan motsvarande antal innehav år 1985 var 14. Samtidigt steg den genomsnittliga storleken på innehaven från 5 % till 21 %.

Koncentration och kategorifördelning 1988

Den senaste tidpunkt för vilken fullständiga och tillförlitliga uppgifter om ägar- och inflytandestrukturen i *samtliga* storföretag funnits att tillgå och kunnat beaktas i utredningens arbete är årsskiftet 1985–1986. För de storföretag som också är aktiemarknadsföretag har emellertid uppgifter om antalet ägare och koncentrationsutvecklingen fram till våren 1988, på ett sent stadium, kunnat inhämtas. Därutöver har SCB till utredningen kunnat redovisa preliminära uppgifter om börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier vid årsskiftet 1987–1988.

Vad först gäller *antalet ägare* kan konstateras att den begränsade nedgång som noterades vid en jämförelse mellan det genomsnittliga antalet ägare i 1978 och 1985 års företag i stort sett försvinner om jämförelsen i stället görs mellan 1978 och 1988 års företag. År 1988 uppgick det genomsnittliga antalet ägare i de privatägda storföretagen på aktiemarknaden till 16 300.

I de företag som bestod som storföretag på aktiemarknaden under perioden 1978–1985 ökade det genomsnittliga antalet ägare från 19 200 till 20 600 ägare. Under tiden fram till våren 1988 fortsatte – och accelererade – denna uppgång. Det genomsnittliga antalet ägare i dessa företag uppgick till närmare 27 000 våren 1988. En av flera förklaringar till uppgången torde vara att företagen i fråga förvärvat andra företag med en förhållandevis vid ägarkrets och därvid erlagt betalning i form av nyemitterade aktier eller konvertibla skuldebrev som sedermera konverterats till aktier. På så sätt har ägarna till de förvärvade företagen kommit att bli ägare i de köpande företagen.

Beträffande *koncentrationen* i ägar- och inflytandestrukturen visar uppgifterna att den genomsnittligt sett högre koncentrationsgraden år 1985 än år 1978 bestod även år 1988. Den största ägarens genomsnittliga andel av aktiekapitalet uppgick såväl år 1988 som år 1985 till 29 %. Röstandelen var år 1988 var två procentenheter högre än år 1985, 41 % jämfört med 39 %. Om inflytandemässigt närstående ägares innehav slås samman blir den största ägarens genomsnittliga röstandel år 1988 lika stor som år 1985, dvs. 47 %.

Studeras endast de företag som bestod som storföretag på aktiemarknaden under hela tioårsperioden 1978–1988 är koncentrationsökningen något mer markerad än då motsvarande utveckling studeras för de företag som bestod fram till år 1985. Den största ägarens genomsnittliga andel av aktiekapitalet ökade i dessa företag från 18 % år 1978 till 21 % år 1988 och andelen av röstetalet ökade från 27 % till 33 %. Efter sammanslagning av inflytandemässigt närstående ägares innehav visar uppgifterna att röstandelen för den största ägaren steg från i genomsnitt 33 % år 1978 till 41 % år 1988.

Vid en granskning av koncentrationsutvecklingen i vart och ett av de bestående företagen och med beaktande av endast större förändringar – motsvarande minst en tiondel av den ursprungliga andelen – kan konstateras att inflytandekoncentrationen ökade i 60 % av företagen, var oförändrad i 20 % och minskade i 20 %. I de företag i vilka koncentrationen ökade var den största ägarens genomsnittliga andel av röstetalet mer än dubbelt så stor år 1988 som tio år tidigare.

Vad slutligen gäller börsaktiestockens fördelning på *ägarkategorier* kan först och främst konstateras att institutionaliseringen av ägarstrukturen fortsätter. Den av fysiska personer direktägda andelen av börsaktiestocken var vid årsskiftet 1987–1988 drygt två procentenheter lägre än år 1985 och torde ha uppgått till högst 22–23 %.

Bland förändringar i övriga ägarkategoriernas andelar märks framför allt en nedgång i den utlandsägda andelen från 8 % till 6 % och en uppgång för försäkringsföretagens andel från 11 % till 14 %. I övrigt är förändringarna i förhållande till år 1985 marginella.

Sammanfattningsvis kan konstateras att den beskrivning av koncentrations- och kategoriutvecklingen i storföretagen som utredningen redovisat för perioden 1978–1985 är giltig även vid beaktande av utvecklingen fram till år 1988. I vissa avseenden blir de iakttagna tendenserna något starkare i det längre perspektivet.

4.3.1.8 Kontrollägarskiften och företagsuppköp

Den med aktien förknippade rösträtten ger ägarna möjlighet att via bolagsstämman påverka och övervaka företagets verksamhet. Ägarna kan emellertid också tillkännage sin mening genom att avyttra eller förvärva ytterligare aktier i företagen. Det yttersta uttrycket för denna möjlighet kan sägas vara att någon förvärvar en så stor andel av aktierna i ett företag att ett kontrollägarskifte kommer till stånd. Mot denna bakgrund redovisas i föreliggande avsnitt förekomsten av kontrollägarskiften i de storföretag som återfanns på aktiemarknaden vid utgången av år 1978. På grund av det betydande antal ägarskiften som rapporterats under de senaste åren utsträcks redovisningen till att avse tiden fram till augusti 1988.

I allt större utsträckning har kontrollägarskiften bland aktiemarknadsföretag kommit att tillgå så att samtliga aktier köps upp av ett annat företag, varefter det uppköpta företaget lämnar aktiemarknaden. Det förekommer

emellertid också kontrollägarskiften där endast kontrollaktieposten byter ägare medan företaget kvarstår på aktiemarknaden. I det följande redovisas därför ägarskiftena i två steg, se figur 4:4 nedan. Först indelas storföretagen i å ena sidan företag som köptes upp och lämnade marknaden under perioden och å andra sidan företag som bestod på marknaden under perioden. Därefter indelas dessa båda grupper i företag som bytte kontrollägare under perioden och företag i vilka något kontrollägarskifte inte ägde rum.

Figur 4:4 Illustration av avsnittets disposition.



I tabell 4:36 nedan har förtecknats samtliga 90 privatägda fristående företag eller koncerner med minst 500 anställda som återfanns på aktiemarknaden år 1978. Av tabellen framgår att 40 av dessa företag (markerade med fet stil) vid augusti månads utgång år 1988 hade köpts upp och lämnat aktiemarknaden eller till följd av pågående uppköp var på väg att lämna aktiemarknaden.

Omkring tre fjärdedelar av de 40 uppköpen ägde rum under periodens andra hälft, dvs. efter år 1983, och tio av dem skedde under de första åtta månaderna 1988. Tabellen visar vidare att köparen med få undantag var ett annat storföretag. Inte mindre än 38 av de uppköpta företagen köptes av ett annat företag, medan endast två företag köptes av fysiska personer.

Ofta genomförs ett uppköp så att köparen successivt förvärvar aktier i företaget och framlägger ett offentligt uppköpserbjudande avseende resterande aktier först sedan han uppnått en betydande röstandel. Huruvida ett uppköp också skall anses ha inneburit ett kontrollägarskifte beror därför på vilket tidsperspektiv som anläggs. I sex av de 40 aktuella uppköpen – Alcro, Edstrand, Fläkt, Kinnevik, Nymölla och Skandinaviska Elverk – var köparen största ägare i företaget redan år 1978. I dessa företag ägde med andra ord inte något kontrollägarskifte rum under perioden 1978–1988.

Detsamma gäller i praktiken Papyrus och Swedish Match som köptes av Stora år 1986 respektive år 1988. Papyrus, Swedish Match och Stora kontrollerades alla av släkten Wallenberg närliggande intressen år 1978. Till kategorin uppköp utan kontrollägarskiftet kan också räknas Hallstahamars köp av Bulten-Kanthal år 1983 samt GOTA:s köp av Götabanken och MoDo:s köp av Iggesund år 1988. Det förvärvande företaget var i dessa fall visserligen inte största ägare redan år 1978, men under så lång tid före uppköpet att kontrollägarskiftet inte kan anses ha kommit till stånd genom själva uppköpet.

Sammantaget kan konstateras att 40 av 1978 års 90 privatägda svenska storföretag på aktiemarknaden köptes upp under tiden fram till augusti 1988 och att detta i 29 fall innebar ett entydigt kontrollägarskifte.

Det har inom ramen för föreliggande betänkande inte varit möjligt att närmare studera på vilket sätt dessa kontrollägarskiftet påverkat verksamheten i de berörda företagen. Det är också förenat med betydande problem att i en ny koncernstruktur identifiera den uppköpta verksamheten – inte minst om vissa delar brutits ut och sålts vidare till andra företag. Utredningen har dock gjort en mycket övergripande genomgång av större förändringar i företagen, vilken redovisas i det följande. Efter beslut av regeringen erhöll utredningen i maj 1988 tilläggsdirektiv med uppdrag att beskriva och analysera utfallet av ett tiotal större företagsförvärv och fusioner i svenskt näringsliv. Utredningens arbete på detta område kommer således att fortsätta. Tilläggsuppdraget skall vara avslutat sommaren 1989 och resultatet kommer att redovisas i en särskild rapport.

Tabell 4:36 Uppköp under perioden januari 1979–augusti 1988 bland samtliga 90 privatägda svenska fristående företag eller koncerner som den 1 januari 1979 var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda. Uppköpta företag markerade med fet stil.

Företag 1978	Köpare	År	Anställda 1978 ^a	Anställda vid uppköpet ^a	Anmärkning
ABV	Nordstjernen	1988	10 300	12 000	Uppköpet genomfört 1988.
AEG	Ahlsell	1982	2 500	4 600	Ahlsell köptes av Boliden 1986. Boliden köptes av Trelleborg 1987.
AGA			15 300		
Ahlsell	Boliden	1986	2 900	7 900	Boliden köptes av Trelleborg 1987.
Alcro	AC Intressenter	1986	900	900	Ej kontrollägarskifte. AC Intressenter är ett konsortium med familjen Alfort som huvudintressent.
Alfa-Laval			17 800		
Almedahl	Skandia	1986	2 100	2 000	Skandia behöll Almedahls aktieportfölj. Industridelen avknoppades i Almedahlsgruppen.
Aritmos			700		
ASEA			46 000		Huvuddelen av verksamheten fusionerad år 1988 med det schweiziska bolaget Brown Boveri.

Forts. tabell 4:36

Företag 1978	Köpare	År	Anställda 1978*	Anställda vid uppköpet*	Anmärkning
Asken			4 900		
Astra			7 100		
Atlas			5 500		
Bahco	Promotion	1985	4 400	5 100	Promotion köpte 49% i Bahco av SCA 1980 och förvärvade resterande aktier 1985. Promotion bytte namn till Bahco. Bahco Ventilation såldes sedermera till Fläkt. VD-skifte.
Beijerinvest	Volvo	1981	2 300	11 600	Aktieportföljen och vissa helägda rörelse-drivande delar avknoppades i Investment AB Beijer. Volvo behöll en majoritetspost i Sonesson samt därutöver bl.a. STC, Felix, Morgårdshammar, Kockums Jernverk och Beckers. De sistnämnda tre företagen har därefter sålts.
Billerud	Stora	1984	5 700	8 100	Uddeholm var kontrollerande ägare från slutet av 1970-talet. Stora köpte Uddeholms post 1984 och förvärvade efter ett offentligt bud resterande aktier. VD-skifte.
Bofors			14 000		(Namnbyte till Nobel efter köp av Kema Nobel 1984)
Boliden	Trelleborg	1987	8 600	16 000	Trelleborg köpte Boliden i tre steg. Aktieportfölj och kraftinnehav såldes. Flera företagsförvärv har därefter skett. VD-skifte.
Borås Invest	Munksjö	1985	1 200	1 200	Munksjö behöll aktieportföljen, medan Borås Wärfveri avknoppades och börsnoterades. Huvudägare i Borås Wärfveri blev Borås Invests tidigare VD, L. Mauritzon.
Broströms	ASEA	1988	6 200	400	Uppköpet genomfört 1988.
Bulten-Kanthal	Hallstahammar	1983	4 200	3 900	Ej kontrollägarskifte. Ulf Lindén var kontrollerande ägare i Hallstahammar och tillsammans med von Kantzow kontrollägare i Bulten-Kanthal. Hallstahammar köpte Bulten-Kanthal och bytte namn till Kanthal. Nuv. Kanthal-Höganäs köptes 1988 av Beckers.
Cardo	Volvo	1985	3 600	4 500	Volvo behöll bl.a. Sockerbolaget och Hilleshög, medan aktieportföljen avknoppades i "nya" Cardo som är börsnoterat. VD-skifte.
Custos			800		
DN			3 100		(Namnbyte till Marieberg)
Edstrand	Fam. Edstrand	1987	700	700	Ej kontrollägarskifte. Huvudägaren köpte ut övriga ägare.
Eldon			1 200		
Electrolux			75 600		
Ericsson			61 400		

Forts. tabell 4:36

Företag 1978	Köpare	År	Anställda 1978 ^a	Anställda vid uppköpet ^a	Anmärkning
Esab			5 600		
Esselte			14 000		
Euroc			11 000		
Fagerhult	Almedahlgruppen		500	1 000	Uppköpet genomfört 1988.
Fagersta			4 400		(Namnbyte till Kinnevik)
Fläkt	ASEA BB	1988	11 500	17 600	Ej kontrollägarskifte. Fläkt är ursprungligen avknoppat från ASEA och var vid uppköpstillfället dotterbolag till ASEA BB.
Företags- finans	Pronator	1986	600	ca 5	Företagsfinans var ett rent investmentföretag och en av två huvudägare i ABV. Pronator behöll större delen av aktieportföljen. ABV-posten såldes till Nordstjernan 1988. VD-skifte.
Garphyttan			700		
Grafoprint			2 300		(Namnbyte till Duni)
Gränges	Electrolux	1980	15 600*	13 000*	Betydande försäljningar har successivt skett av bl.a. kraft- och metallverksamheten. Gränges Aluminium är i stort sett den enda del som är kvar i Electrolux ägo. (* Exkl. Lamco, Liberia)
Gunnebo			1 600		
Götabanken	GotaGruppen	1988	2 100	2 300	Ej kontrollägarskifte.
Hennes & Mauritz			2 200		
Herakles			500		
Hexagon			2 500		
Holmen	MoDo	1988	4 000	7 600	Uppköpet genomfört 1988. VD-skifte.
Höganäs	Kanthal	1986	3 100	1 800	Custos var största ägare med 7% 1978.
Iggesund	MoDo	1988	5 500	2 600	Uppköpet genomfört 1988.
Incentive			9 500		
Industrivär- den			6 300		
J & W			900		
Kema Nobel	Bofors	1984	3 100	7 200	Kraftinnehav har sålts. VD-skifte. Bofors har bytt namn till Nobel.
Kinnevik	Fagersta	1983	1 500	2 200	Ej kontrollägarskifte. Fagersta, som kontrollerades av Kinnevik, köpte Kinnevik och bytte namn till Kinnevik.
Kockums			6 700		(Namnbyte till Skåne-Gripen efter försäljning av industrirörelsen till staten)
Korsnäs			4 500		

Forts. tabell 4:36

Företag 1978	Köpare	År	Anställda 1978 ^a	Anställda vid uppköpet ^a	Anmärkning
MoDo			7 900		
Monark	Kuben	1982	1 100	1 300	Investmentföretaget Kuben köptes av investmentföretaget Aritmos 1986.
Munksjö			2 600		
Nife Jungner	Sonesson	1981	700	1 400	Sonesson köptes av Volvo 1986. Nife återfinns idag i det från Volvo avknoppade "nya" Cardo.
NK-Åhléns	Se anmärkning	1988	21 000	20 000	(Namnbyte till Carnegie.) Rörelsen köptes i maj 1988 av A. Johnson & Co HAB. Släkten Johnson var en av huvudägarna i NK-Åhléns 1978–1983. Under perioden 1983–1988 kontrollerades företaget av Erik Penser.
Nymölla	Papyrus	1985	600	600	Ej kontrollägarskifte. Papyrus ägde 1978 närmare 50 % av Nymölla.
Papyrus	Stora	1986	4 200	4 100	Ej kontrollägarskifte. Papyrus och Stora kontrollerades 1978 av släkten Wallenberg närstående intressen.
Perstorp			4 000		
Persöner	Sonesson	1980	2 100	1 500	Ej kontrollägarskifte. Beijerinvest förvärvade majoriteten i Persöner 1979 och var majoritetsägare i Sonesson sedan mitten av 1970-talet. Sonesson köptes av Volvo 1986.
Pharmacia			2 900		(Namnbyte från Fortia)
PLM	Industrivärden	1987	8 600	7 500	Industrivärden var största ägare med 10% 1978.
Promotion			6 300		(Namnbyte till Bahco)
Ratos			6 000		
Saab-Scania			39 200		
Saléninvest			3 000		(Konkurs år 1984)
Sandvik			28 300		
SCA			15 500		
Scansped	Bilspedition	1985	2 400	3 000	Konkurrentföretaget Bilspedition köpte aktiemajoriteten år 1985 från bl.a. några av de ursprungliga ägarfamiljerna och förvärvade resterande aktier efter ett offentligt bud. Två av Scanspeds dotterföretag, Nordisk Transport & Spedition samt Fraktarna, har sedermera avyttrats. VD-skifte.
S-E-Banken			6 300		
SHB			5 600		
SKF			54 500		
Skandia			5 400		

Forts. tabell 4:36

Företag 1978	Köpare	År	Anställda 1978 ^a	Anställda vid uppköpet ^a	Anmärkning
Skandinaviska Elverk	ASEA	1981	800	800	Ej kontrollägarskifte. ASEA ägde 49% av Skandinaviska Elverk.
Skanska			25 100		
Skånska Banken			700		
Stora			9 700		
Sundsvalls- banken			600		(Se Uplandsbanken)
Swedish Match	Stora	1988	23 300	34 200	Ej kontrollägarskifte. Swedish Match och Stora kontrollerades 1978 av släkten Wallenberg närstående intressen.
Säfveån	Catena	1985	2 500	500	Säfveåns dotterföretag Jacobson & Ponsbach har sålts. VD-skifte.
Transatlantic	Bilspedition	1988	1 400	1 400	Uppköpserbjudande i augusti 1988.
Trelleborg			5 300		
Tretorn	Aritmos	1981	1 300	400	Expansion genom i första hand utländska företagsförvärv. Tretorn hade år 1987 1 300 anställda. VD-skifte.
Uddeholm	AGA	1984	10 300	2 700	Förvaltningsbolaget Tresor förvärvade 20% av aktierna i Uddeholm våren 1983. AGA förvärvade en större post i Tresor som ökade innehavet i Uddeholm till omkring 40%. Efter ett offentligt bud förvärvade AGA samtliga aktier. Större delen av Uddeholms ursprungliga verksamhet har successivt avyttrats.
Uplands- banken	Sundsvallsbanken	1985	600	700	Ej kontrollägarskifte. Uplandsbanken och Sundsvallsbanken fusionerades och bytte namn till Nordbanken.
Uppsala Ekeby	Proventus	1984	2 300	1 500	Uppsala-Ekebys fastighetsinnehav samt Rörstrands porslinsfabrik har sålts.
Volvo			57 300		
Weibulls	Cardo	1980	900	1 200	Cardo köptes 1985 av Volvo
Åkermans			1 200		

^a Avser totalantalet anställda i Sverige och utomlands.

Av 29 kontrollägarskiften i samband med uppköp under perioden 1978–augusti 1988 avser 6 fall uppköp av investmentföretag. I fyra av dessa resulterade uppköpet i att vissa delar behölls av köparen, medan andra delar återfördes till aktiemarknaden. **Almedahl** köptes år 1986 av Skandia som behöll aktieportföljen och avknoppade industrirörelsen i ett nybildat bolag, Almedahlgruppen. Ett parallellfall till detta utgör Munksjö's förvärv av **Borås Invest** år 1985. Munksjö behöll aktieportföljen och avknoppade indu-

strirörelsen i form av Borås Wäfveri. Den omvända situationen kan sägas gälla beträffande Volvos köp av **Beijerinvest** år 1981 och **Cardo** år 1985. Volvo behöll de rörelsedrivande dotterföretagen och avknoppade aktieportföljen i Investment AB Beijer respektive "nya" Cardo. Slutligen medförde två av investmentföretagsuppköpen i princip endast att aktieportföljer bytte ägare. Det gäller dels Pronators köp av **Företagsfinans** år 1986, dels Catenas köp av **Säfveån** år 1985.

Beträffande resterande 23 – med kontrollägarskiften förenade – uppköp kan i korthet följande kommentarer göras.

ABV ingick år 1978 i ett nät av ömsesidigt och cirkulärt ägande som successivt förstärktes under 1980-talet. Under år 1985 påbörjades en upplösning av det ömsesidiga ägandet varigenom konsultföretaget Pronator blev största ägare i företaget. Pronators innehav såldes i december 1987 till Nordstjernan AB som under våren 1988 också förvärvade resterande aktier i ABV. Därefter har en sammanslagning skett mellan Nordstjernans dotterföretag JCC och ABV.

AEG ägdes år 1978 av ett konsortium av svenska företag. I samband med Ahlsells köp av AEG år 1982 blev konsortiedlemmarna delägare i Ahlsell. En av dessa delägare var Boliden som år 1986 köpte övriga ägares andelar och gjorde **Ahlsell** till helägt dotterbolag. Trelleborg köpte därefter **Boliden** i tre steg med början år 1986 och slut år 1987. Bolidens aktieportfölj och kraftinnehav har sålts, medan ett flertal företagsförvärv genomförts i Sverige och utomlands.

Bahco var år 1978 kontrollerat av SCA som innehade 44 % av röstetalet. År 1980 innehade SCA 49 % och övriga ägare med anknytning till SHB 12 % av röstetalet, varav Promotion 3 %. Promotion köpte SCA:s post år 1980 och lade ett bud på resterande aktier år 1985. Av Bahcos tre huvudsakliga verksamhetsgrenar har därefter en, Bahco Ventilation, sålts till Fläkt.

Billeruds största ägare år 1978 var Uddeholm som innehade aktier motsvarande 49 % av röstetalet. År 1984 förvärvades denna aktiepost av Stora som dessutom köpte en mindre post i Billerud från Tresor och till övriga ägare lämnade ett bud på resterande aktier.

Broströms bedrev år 1978 en omfattande rederirörelse med omkring 6 200 anställda. Företaget var emellertid förlustbringande sedan mitten av 1970-talet och verksamheten avvecklades successivt. Vid tiden för ASEA:s bud på samtliga aktier i mars 1988 kvarstod endast en liten del av den ursprungliga rörelsen.

Fagerhults hade år 1978 grundarfamiljen Bertil Svensson som dominerande aktieägare. Almedahlgruppen förvärvade under våren och sommaren 1988 aktiemajoriteten i företaget och lade därefter ett bud på resterande aktier. Almedahlgruppen har vid sidan av sin traditionella textilrörelse byggt upp en grupp dotterföretag inom belysningsbranschen. Avsikten är att slå ihop denna verksamhet med motsvarande tillverkning inom Fagerhults.

Gränges är ett av de aktiemarknadsföretag som under efterkrigstiden haft den mest spridda ägarstrukturen. Gränges förvärvades år 1980 av Electrolux som därefter avyttrat bl. a. Gränges Metallverken och Wirsbo Bruk. I dag är Gränges Aluminium i stort sett den enda del av den ursprungliga verksamheten som återfinns inom Electroluxkoncernen.

Holmen har sedan decennier haft Dagens Nyheter och investmentföretaget Ratos som dominerande ägare. Under hösten 1987 förvärvade MoDo dessa båda aktieposter och uppnådde därigenom röstmajoritet i Holmen. Under våren 1988 övertogs resterande aktier efter ett offentligt uppköpserbjudande. Avsikten är att Holmen, Iggesund och MoDo skall bilda ett s.k. tredje block inom svensk skogsindustri.

Höganäs största aktieägare år 1978 var det blandade investmentföretaget Custos. Under åren 1981–1983 förvärvade Hallstahammar AB (sedermera Kanthal) 7 % av aktierna i Höganäs. År 1984 utökades innehavet till 25 % och ett år senare till 56 % genom förvärv av Custos aktiepost. År 1986 förvärvades genom ett offentligt uppköpserbjudande resterande aktier.

Kema Nobels största ägare år 1978 var Wallenbergföretagen Investor, Providentia och Export-Invest, vilka tillsammans innehade omkring 30 % av röstetalet. Under 1980-talets första år förvärvade Erik Penser aktier i Kema. Dessa såldes sedermera till det av Penser kontrollerade Bofors, som i sin tur förvärvade ytterligare Kema-aktier. År 1984 förvärvade Bofors först Wallenberggruppens aktier och därefter genom ett offentligt uppköpserbjudande resterande aktier.

Monarks röstandelsmässigt största ägare år 1978 var medlemmarna i musikgruppen ABBA, vilka år 1982 flyttade över dessa aktier till det av dem själva kontrollerade investmentföretaget Kuben (f.d. Kanalen). Samma år förvärvade Kuben övriga aktier i Monark. Aritmos förvärvade aktier motsvarande 53 % av röstetalet i Kuben hösten 1983 och ytterligare 19 % våren 1984. Ett år senare lade Aritmos ett bud på resterande aktier och uppköptet slutfördes under senare delen av år 1986.

Nife Jungner kontrollerades år 1978 av familjen Ameln. Under år 1980 förvärvade företaget Sonesson aktier motsvarande 49 % av röstetalet och Sonesson närstående placerare förvärvade ytterligare 25 %, huvudsakligen från familjen Ameln. Genom ett offentligt erbjudande i början av år 1981 köpte Sonesson resterande aktier.

Persöner kontrollerades år 1978 av grundarfamiljen Raihle. Företaget var ett konglomerat med sex olika verksamhetsinriktningar utan mer påtagligt samband. Efter det att Persöner förvärvats av Sonesson år 1980 såldes de olika delarna successivt till andra företag.

PLM:s största ägare har sedan början av 1960-talet varit investmentföretaget Industrivärden. Från slutet av 1970-talet fram till hösten 1987 ökade innehavet från omkring 10 % till omkring 20 % av röstetalet. En ny stor ägare, Munksjö, tillkom år 1986. Under hösten 1987 förvärvades Munksjös aktiepost av Industrivärden som därefter genom ett offentligt uppköpserbjudande också förvärvade resterande aktier i PLM.

Scansped grundades år 1970 genom en sammanslagning av flera familjeägda expeditionsföretag. Ägandet spreds successivt utanför de ursprungliga familjerna och bolaget noterades från slutet av 1970-talet på fondhandlarlistan. I december 1985 köpte konkurrentföretaget Bilspedition aktiemajoriteten från bl. a. några av ägarfamiljerna och lade därefter ett offentligt uppköpserbjudande på resterande aktier. Två av Scanspeds dotterföretag har sedermera avyttrats, nämligen Nordisk Transport & Spedition till Ratos samt Fraktarna till Pressbyrån.

Transatlantic hade år 1978 två större ägare, investmentföretaget Asken och familjen Carlsson. Under år 1980 köpte familjen Carlsson Askens majoritetspost. År 1984 blev även Broströms Rederi stor ägare i Transatlantic. I augusti 1988 förvärvade Bilspedition bl. a. familjen Carlssons och Broströms innehav och aviserade ett bud på resterande aktier.

Tretorn grundades vid sekelskiftet och ingick tillsammans med Trelleborg i den s.k. Dunker-gruppen. Under slutet av 1970-talet hade företaget betydande problem och tillverkningen drogs ned. År 1980 såldes aktiemajoriteten till Roger Akelius som avsåg att utnyttja företagets stora förlustavdrag i sin premieobligationsrörelse. Akelius sålde emellertid våren 1981 sitt innehav till Aritmos som även förvärvade resterande aktier. Genom företagsförvärv i Sverige och utomlands har verksamheten i Tretorn därefter kraftigt expanderat.

Uddeholm var i decennier en av de mest spridda aktierna på fondbörsen och företaget saknade länge dominerande ägare. Från år 1976 hade företaget stora ekonomiska problem. Skogsindustrirörelsen överläts år 1978 till Billerud i utbyte mot en aktiepost i detta företag. Under våren 1983 köpte det nybildade holdingbolaget Tresor omkring 20 % av aktierna i Uddeholm. Tresor noterades senare inofficiellt, varvid AGA förvärvade en större post i Tresor. Innehavet i Uddeholm utökades under år 1983 till omkring 40 %. Genom bl. a. Tresors medverkan sammanfördes under år 1984 specialstålltillverkningen från Avesta, Fagersta och Uddeholm i Avesta. Aktieinnehavet i Billerud såldes samma år till Stora. Genom ett offentligt uppköpserbjudande år 1985 övertog AGA samtliga aktier i Uddeholm. Därefter har Uddeholms krafterörelse och tillverkning av verktygsstål avyttrats. Större delen av Uddeholms ursprungliga verksamhet är därmed avyttrad.

Uplandsbanken fusionerades år 1984 med Sundsvallsbanken. Tekniskt organiserades fusionen så att Sundsvallsbanken förvärvade Uplandsbanken genom en riktad nyemission och bytte namn till Nordbanken.

Upsala Ekebys största ägare år 1978 var Carnegie. Företaget var verksamt i flera branscher och ägde bl. a. Rörstrands porslinsfabriker, Kosta-Boda, GAB samt ett inte obetydligt antal fastigheter. År 1984 förvärvades Upsala Ekeby av Proventus, som sedermera avyttrat Rörstrand och merparten av fastighetsinnehavet.

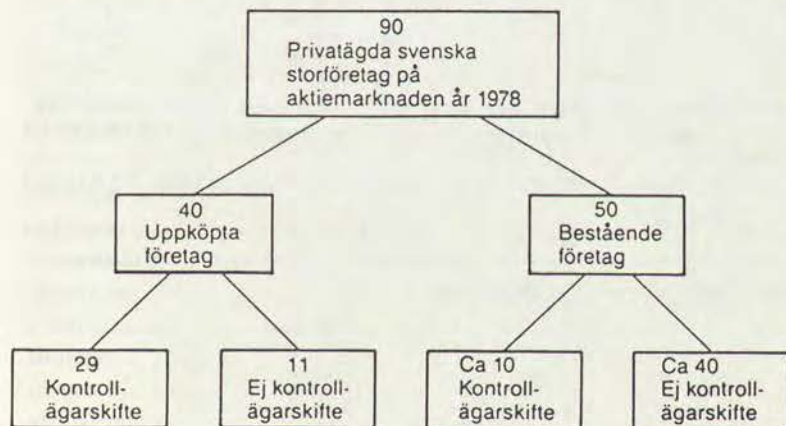
Weibulls kontrollerades år 1978 av grundarfamiljen Weibull. År 1980 köptes företaget av investmentföretaget Cardo, vilket fem år senare köptes av Volvo.

Medan sammanlagt 40 av 90 privatägda svenska storföretag på aktie-

marknaden år 1978 köptes upp och lämnade aktiemarknaden under den efterföljande tioårsperioden och ett företag gick i konkurs, kvarstod 49 företag på marknaden under hela perioden. Inte heller bland dessa företag var emellertid ägarbilden oförändrad. I ett tiotal av dem kan ett eller flera kontrollägarskiften iakttagas under perioden och det finns flera exempel på företag som år 1978 saknade en entydigt kontrollerande ägare, men erhöll detta under perioden. I fler än hälften av företagen var inflytandestrukturen mer koncentrerad år 1988 än tio år tidigare. Koncentrationsuppgången kom till stånd främst genom att den största ägaren ökade sin andel av röstetalet och ibland även av aktiekapitalet. I vissa fall kan uppgången sättas i direkt samband med en öppen kamp om kontrollen över företaget mellan olika ägare.

Sammanfattningsvis ger uppföljningen av 1978 års 90 privatägda storföretag på aktiemarknaden vid handen att omkring hälften av dem hade en annan kontrollerande ägare i augusti 1988 än tio år tidigare och att dessa ägarskiften i betydande utsträckning kom till stånd genom offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, se figur 4:5 nedan.

Figur 4:5 Uppköp och kontrollägarskiften i privatägda storföretag på aktiemarknaden under perioden januari 1979–augusti 1988.



Ett annat sätt att studera kontrollägarskiften är att redovisa samtliga uppköp bland aktiemarknadsföretag under en viss tidsperiod. Ett sådant tillvägagångssätt skiljer sig från det ovan använda, framför allt genom att det inkluderar företag med färre än 500 anställda och företag som efter år 1978 introducerats på aktiemarknaden.

Av tabell 4:37 nedan framgår att 85 företag med aktier noterade på Stockholms fondbörs A-listor eller den tidigare fondhandlarlistan köptes upp från ingången av år 1979 till halvårsskiftet 1988. Drygt två tredjedelar

av dessa uppköp ägde rum efter år 1984. Samtidigt kan noteras att 90 företag introducerades vid fondbörsen under perioden, vilket medförde en nettoökning på 5 företag.

Även bland företag med aktier noterade på de under perioden inrättade OTC- och inofficiella listorna förekom uppköp, men där var tillströmningen av företag flerfaldigt större än uppköpen. Sammanlagt 40 företag på dessa listor köptes upp, medan 157 företag introducerades på listorna.

Tabell 4:37 Antal uppköpta och introducerade aktiemarknadsföretag från den 1 januari 1979 till den 30 juni 1988.^a

År	A 1- och A 2-listan ^b		OTC-listan		Inofficiella listan	
	Uppköpta	Tillkomna	Uppköpta	Tillkomna	Uppköpta	Tillkomna
1979	2	–	–	–	–	–
1980	5	3	–	–	–	–
1981	7	7	–	–	–	2
1982	3	10	–	2	–	5
1983	3	16	–	30	1	9
1984	6	18	1	37	1	10
1985	21	10	6	9	3	6
1986	13	10	8	6	5	8
1987	8	6	4	9	3	14
första halvåret 1988	17	5	7	7	1	3
Totalt	85	90	26	100	14	57

^a Med uppköp avses att företaget under året blivit föremål för ett offentligt uppköpserbjudande. Med introduktion avses att företagets aktier under året erbjudits till allmänheten.

Årtal för formell (av)registrering av företagets aktier avviker i vissa fall från de i tabellen angivna årtalen.

Omflyttning av företag mellan olika listor och avregistrering på grund av konkurs ingår ej. Siffrorna anger därför inte förändringar i antalet registrerade företag.

^b Inkl. fondhandlarlistan år 1979–1981.

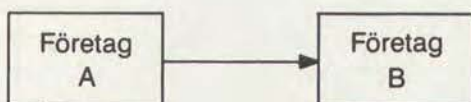
Källa: Stockholms fondbörs. För år 1988: Ragnar Boman.

4.3.1.9 Ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande

Ett inslag i de svenska storföretagens ägarstruktur som under senare år ägnats betydande intresse i debatten och som i viss utsträckning kan betraktas som en reaktion på den ökade förekomsten av kontrollägarskiften och företagsuppköp är s.k. korsvist ägande, vilket är den sista aspekt av ägar- och inflytandestrukturen i enskilda företag som utredningen studerat.

Om ett företag, A, genom förvärv av aktier blir kontrollerande ägare i ett annat företag, B, brukar ägarstrukturen beskrivas som ett *ask-i-askägande*, se figur 4:6 nedan.

Figur 4:6 Ask-i-askägan.



En kontrollerande ägare i företaget A kan genom en sådan konstruktion uppnå kontroll över företaget B med en mindre kapitalinsats än vad som skulle krävts om han med egna medel förvärvat aktier i såväl företag A som B. Kostnaderna för företaget A:s förvärv av aktier i företaget B delas av samtliga ägare i företaget A, men kontrollen tillkommer den som kontrollerar A. Ask-i-askägan har under i stort sett hela 1900-talet förekommit i det svenska näringslivet och har tillsammans med bruket av aktieslag med olika röstvärden varit av avgörande betydelse för vissa ägares möjligheter att uppnå och behålla kontroll över en större mängd företag.

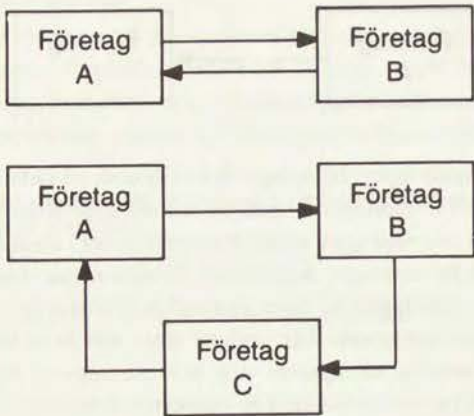
Förvärvar företaget B i sin tur aktier i företaget A, uppkommer ett korsvist eller *ömsesidigt aktieägan*. Beteckningen används för varje situation där två aktiebolag, oberoende av verksamhetsinriktning, äger aktier i varandra. Värdet på A:s aktieinnehav i företaget B utgörs därvid till viss del av värdet på B:s aktieinnehav i A och vice versa. Företagen äger med andra ord, indirekt, en del av sin egen aktiestock.

Äger företaget A en så stor andel av aktierna i B att det har möjlighet att påverka beslutsfattandet i företaget, så uppkommer genom det ömsesidiga ägandet också en möjlighet för A att via B påverka beslutsfattandet vid den egna bolagsstämman, exempelvis vid val av styrelse. Hur stort detta inflytande är bestäms av den andel av de vid stämman avgivna rösterna som företaget B förfogar över.

För det fall företaget A har en kontrollerande ägare kan denne genom det ömsesidiga ägandet således förstärka sin ställning visavi företagets övriga ägare utan att själv bära hela kostnaden för detta — de medel som investeras i den ömsesidiga ägarrelationen hämtas ur bolaget. Saknar företaget kontrollerande ägare kan det ömsesidiga ägandet användas av företagsledningen för att försvåra befintliga och potentiella ägares inflytande över det sätt på vilket ledningen använder företagets tillgångar.

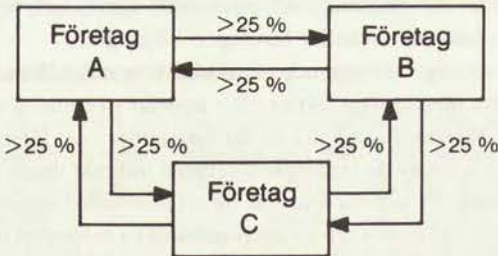
Ett med ömsesidigt aktieägan jämförbart ägarförhållande föreligger om tre eller flera företag äger aktier eller andelar i varandra på ett sådant sätt att det sista företaget i kedjan i sin tur äger aktier i det första. Även i det fallet blir vart och ett av de ingående företagen indirekt ägare till en del av sin egen aktiestock. På samma sätt som vid ett ömsesidigt ägan mellan två företag kan också vid denna typ av ägarsamband en möjlighet till inflytande vid den egna bolagsstämman öppnas för ett eller flera av de ingående företagen. I litteraturen benämns en ägarstruktur av detta slag ibland *cirkulärt aktieägan*.

Figur 4:7 Ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande mellan två respektive tre företag.



Genom att kombinera ömsesidiga och cirkulära ägarsamband är det möjligt att skapa slutna ägarsystem som kan brytas upp endast genom att något av de inblandade företagen avyttrar hela eller delar av sina aktieinnehav. Ett exempel på sådant samband åskådliggörs i figur 4:8 nedan i vilken vart och ett av de tre företagen kan kontrollera en majoritet av röstetalet vid den egna bolagsstämman. Ägarsamband liknande dessa förekom fram till år 1986 mellan ABV, Balken Invest och Företagsfinans.

Figur 4:8 Slutet ägarsystem i form av kombinerat ömsesidigt och cirkulärt ägande mellan tre företag.



Utredningen genomförde vid årsskiftet 1985–1986 en kartläggning av ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande mellan svenska aktiemarknadsföretag. Resultaten redovisades i en särskild rapport (Ds I 1986:6) som överlämnades till regeringen. I föreliggande avsnitt återges kartläggningens huvudresultat. Därutöver redovisas uppgifter rörande förekomsten av ömsesidiga ägarsamband år 1963 och år 1978 samt våren 1988. Slutligen redovisas också vissa uppgifter om ömsesidiga ägarsamband mellan aktiemarknadsföretag och företag utanför aktiemarknaden.¹⁴

Utredningens kartläggning avseende förhållandena vid utgången av år 1985 omfattade dels ömsesidiga ägarsamband mellan två företag som ägde aktier motsvarande minst två procent av aktiekapitalet eller rösttalet i varandra, dels cirkulära ägarsamband mellan tre företag som ägde aktier motsvarande minst 2 % av aktiekapitalet eller rösttalet i varandra. Vid cirkulära ägarsamband uppställdes som ytterligare villkor att det första företaget var representerat i styrelsen för det andra företaget och att det andra företaget i sin tur var representerat i styrelsen för det tredje.

Vid årsskiftet 1985–1986 ingick sammanlagt 38 företag i ett eller flera ömsesidiga ägarsamband. Av dessa ingick 15 företag dessutom i cirkulära ägarsamband. Ett företag ingick i enbart cirkulärt ägande. Totalt var således 39 aktiemarknadsföretag vid denna tidpunkt involverade i ömsesidiga eller cirkulära ägarsamband med varandra.

Fördelas företagen med avseende på den kurslista på vilken aktierna noterades, framgår av tabell 4:38 nedan att 36 av företagen var hemmahörande på Stockholms fondbörs A 1-lista. Närmare vart tredje företag på denna lista var involverat i ett ömsesidigt eller cirkulärt aktieäggande med ett eller flera andra aktiemarknadsföretag. Bland dessa företag märks dels stora icke-finansiella företag som Skanska och Volvo, dels flertalet av listans investmentföretag. Inte mindre än 18 av 25 investmentföretag ingick i denna typ av ägarsamband.

Tabell 4:38 Aktiemarknadsföretag involverade i ömsesidigt eller cirkulärt aktieäggande år 1985 fördelade på kurslista.

Lista	Antal företag
A 1	36
A 2	2
Inofficiell	1
OTC	–
Vänte	–
Samtliga	39

¹⁴ Utredningen har låtit genomföra en expertstudie rörande associationsrättsliga aspekter av ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande. Studien redovisas i bilaga 1, Ömsesidigt aktieäggande och aktiebolagslagens regler om förvärv och innehav av egna aktier, av Rolf Skog.

Tillsammans representerade de aktieposter som ingick i ömsesidiga och cirkulära ägarsamband betydande belopp. Det sammanlagda börsvärdet på de aktieposter som konstituerade ömsesidiga ägarsamband mellan aktiemarknadsföretag vid årsskiftet 1985–1986 motsvarade omkring 7 % av det totala börsvärdet. Värdet på de aktieposter som ingick i cirkulära ägarsamband har ej beräknats.

På en relativ liten aktiemarknad med en hög andel juridiska personer som ägare, vilka själva i betydande utsträckning är aktiemarknadsföretag, är ömsesidiga och framför allt cirkulära ägarsamband av begränsad storlek i realiteten ofrånkomliga. Som illustration till detta kan nämnas att försäkringsföretaget Skandia vid årsskiftet 1985–1986 ägde aktier i drygt ett hundra aktiemarknadsföretag. Sannolikheten för att något av dessa företag direkt eller via ett tredje företag ägde aktier i Skandia är givetvis mycket stor. Ju fler företag som tillåts ingå i den kedja som betecknas som cirkulärt ägande, desto större blir också denna sannolikhet.

En genomgång av storleken på de aktieposter som ingick i de ömsesidiga ägarsambanden år 1985 talar emellertid för att sambanden endast i begränsad utsträckning var resultat av rena kapitalplaceringar. Som framgår av tabell 4:39 nedan var en stor del av ägarsambanden av sådan styrka att de torde ha konstituerat betydande inflytandemöjligheter för åtminstone ett av de två berörda företagen. Det har också från flera av de inblandade företagens sida öppet deklarerats att syftet med det ömsesidiga ägandet är att uppnå inflytande effekter som ett skydd mot förändringar i ägarstrukturen.

Tabell 4:39 Röstandel i ömsesidiga ägarsamband mellan aktiemarknadsföretag vid årsskiftet 1985–1986.

Röstandel %	Kumulerat antal	Kumulerad andel %
$x \geq 25$	11	16
$25 > x \geq 20$	17	25
$20 > x \geq 15$	23	34
$15 > x \geq 10$	30	44
$10 > x \geq 5$	42	62
$5 > x$	68	100

De ömsesidiga ägarsambandens betydelse som instrument för utövande av inflytande understryks också av en rad andra faktorer, bland vilka främst kan nämnas bruket av aktier med högt röstvärde. I 23 av de 38 företag som ingick i ömsesidiga ägarsamband förekom aktieslag med olika röstvärden. Det ömsesidiga ägandet i dessa företag var i stor utsträckning uppbyggt på röststarka aktier.

Ett annat tecken på ägarsambandens koppling till inflytande är att i så gott som samtliga fall av ömsesidigt ägande vid årsskiftet 1985–1986 var minst ett av de två företagen representerat i det andra företags styrelse. I hälften av fallen var det fråga om ensidig och i hälften om ömsesidig styrelsrepresentation.

Som påpekats ovan kan ett ömsesidigt och cirkulärt aktieägande möjliggöra för ett företag att uppnå en viss kontroll över den egna bolagsstämman. Hur stor denna kontroll är bestäms av den andel av de vid stämman avgivna rösterna som företaget via det ömsesidiga och cirkulära ägandet kan kontrollera. Motsvarar denna andel mer än 50 % av röstetalet för samtliga aktier i företaget så kan företaget alltid uppnå en majoritet och kan sägas vara självkontrollerat. I så gott som samtliga storföretag krävs i realiteten väsentligt mindre än hälften av röstetalet för samtliga aktier för att uppnå en majoritet av de vid stämman avgivna rösterna. Företagen domineras av ett fåtal stora aktieägare som innehar större delen av aktiestocken, medan resterande del av aktierna är spridda på ett stort antal ägare vilkas besöksfrekvens på bolagsstämmorna är mycket låg.¹⁵ Det innebär att även företag som via ömsesidigt och cirkulärt ägande kontrollerar mindre än hälften av det totala röstetalet kan uppnå en betydande grad av kontroll över beslutsfattandet vid den egna bolagsstämman.

Det bör också påpekas att ett och samma företag genom att kombinera flera olika ömsesidiga och cirkulära ägarsamband, som var för sig ger begränsade möjligheter till inflytande vid bolagsstämman, kan uppnå ett totalt sett betydande inflytande vid stämman. Ett exempel på detta erbjöd vid årsskiftet 1985–1986 företaget Volvos ägarsamband med Cardo, Custos och Protorp, vilkas sammanlagda innehav i Volvo motsvarade drygt 12 % av det totala röstetalet. Som framgått av figur 4:8 ovan kan en kombination av ömsesidiga och cirkulära ägarsamband också leda till uppkomsten av slutna ägarsystem.

I utredningens kartläggning beräknades, för vart och ett av de aktiemarknadsföretag som vid årsskiftet 1985–1986 ingick i ömsesidiga och cirkulära ägarsamband, den andel av det totala röstetalet som var förbunden med denna typ av ägarrelationer. Som framgår av tabell 4:40 nedan var andelen i närmare hälften av företagen större än 30 %. I fem företag var den med ömsesidigt och cirkulärt ägande förknippade andelen av röstetalet större än 50 %.

Tabell 4:40 Andel av totalt röstetal förbunden med ömsesidigt eller cirkulärt ägande bland aktiemarknadsföretagen vid årsskiftet 1985–1986.

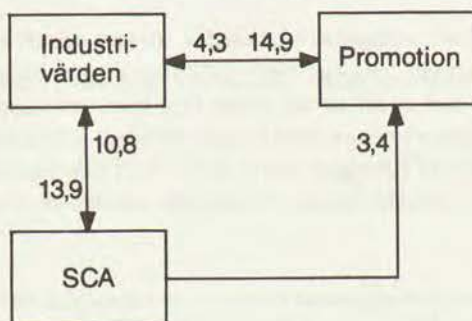
Andel av röstetalet %	Antal företag
$x \leq 5$	5
$5 < x \leq 10$	3
$10 < x \leq 15$	6
$15 < x \leq 20$	2
$20 < x \leq 30$	6
$30 < x \leq 50$	12
$50 < x$	5
	39

¹⁵ Se exempelvis Röstägande i 40 svenska storbolag på bolagsstämma 1984, Landsorganisationen, 1984.

I vilken utsträckning dessa innehav också uttrycker ett företags möjligheter att utöva inflytande över beslutsfattandet vid den egna bolagsstämman går inte att fastställa utan mer ingående analyser, bl. a. av riktningen på inflytandet. Som exempel kan nämnas att företaget MoDo vid måttillfället innehade aktier motsvarande 49,8 % av röstetalet i företaget Iggesund, vilket i sin tur innehade aktier motsvarande 12,9 % av röstetalet i MoDo. Genom detta samband uppnådde MoDo en viss möjlighet till självkontroll via Iggesund, medan det omvända inte kan anses ha varit fallet. En försiktigt bedömning från utredningens sida är emellertid att de ömsesidiga och cirkulära ägarsambanden representerade en reell möjlighet till självkontroll i knappt hälften av de 39 företagen.

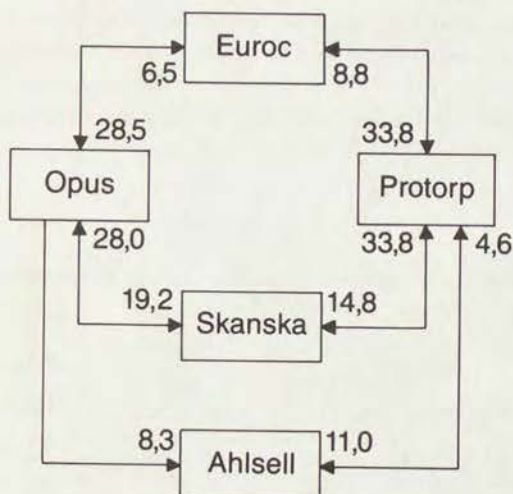
Betraktas det ömsesidiga och cirkulära ägandet i ett historiskt perspektiv kan konstateras att bland samtliga börsföretag år 1963 återfanns endast två ömsesidiga ägarsamband i vilka företagen innehade aktier motsvarande minst 2 % av varandras aktiekapital, nämligen mellan företagen Industrivärden och SCA samt mellan Industrivärden och Promotion, se figur 4:9 nedan. Sänks gränsen till 1 % av aktiekapitalet ökar antalet ömsesidiga samband till åtta, av vilka flertalet berörde endast investment- och försäkringsföretag.

Figur 4:9 Ömsesidiga ägarsamband mellan företagen Industrivärden och SCA samt mellan Industrivärden och Promotion år 1963. Procentuell andel av röstetalet.



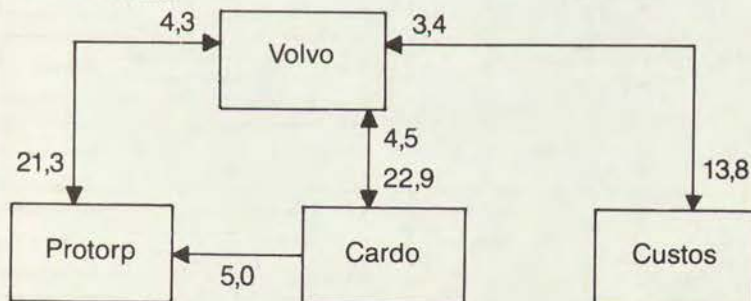
Under 1970-talets första hälft etablerades ömsesidiga ägarsamband dels mellan företagen Kinnevik och Korsnäs, dels runt företagen ABV och Företagsfinans. Därefter ökade antalet ömsesidiga och cirkulära ägarsamband mellan olika aktiemarknadsföretag förhållandevis snabbt. Vid en genomgång av ägarstrukturen i samtliga aktiemarknadsföretag år 1978 framkommer att 24 företag detta år ingick i ett eller flera ömsesidiga ägarsamband. Ett av de mer uppmärksammas av dessa var uppbyggt med företaget Skanska som utgångspunkt och illustreras i figur 4:10 nedan.

Figur 4:10 Ömsesidigt och cirkulärt ägande runt företaget Skanska år 1979. Procentuell andel av röstetalet.



Under tiden fram till år 1985 tillkom ytterligare ett antal ömsesidiga ägarsamband mellan aktiemarknadsföretag. En del av dessa representerade begränsade kapital- och röstandelar i de inblandade företagen, medan andra hade tydliga inflytandemässiga konsekvenser. Ett exempel på det senare utgör ägarbilden runt företaget Volvo år 1985, vilken illustreras i figur 4:11 nedan.

Figur 4:11 Ömsesidigt och cirkulärt ägande runt företaget Volvo år 1985. Procentuell andel av röstetalet.

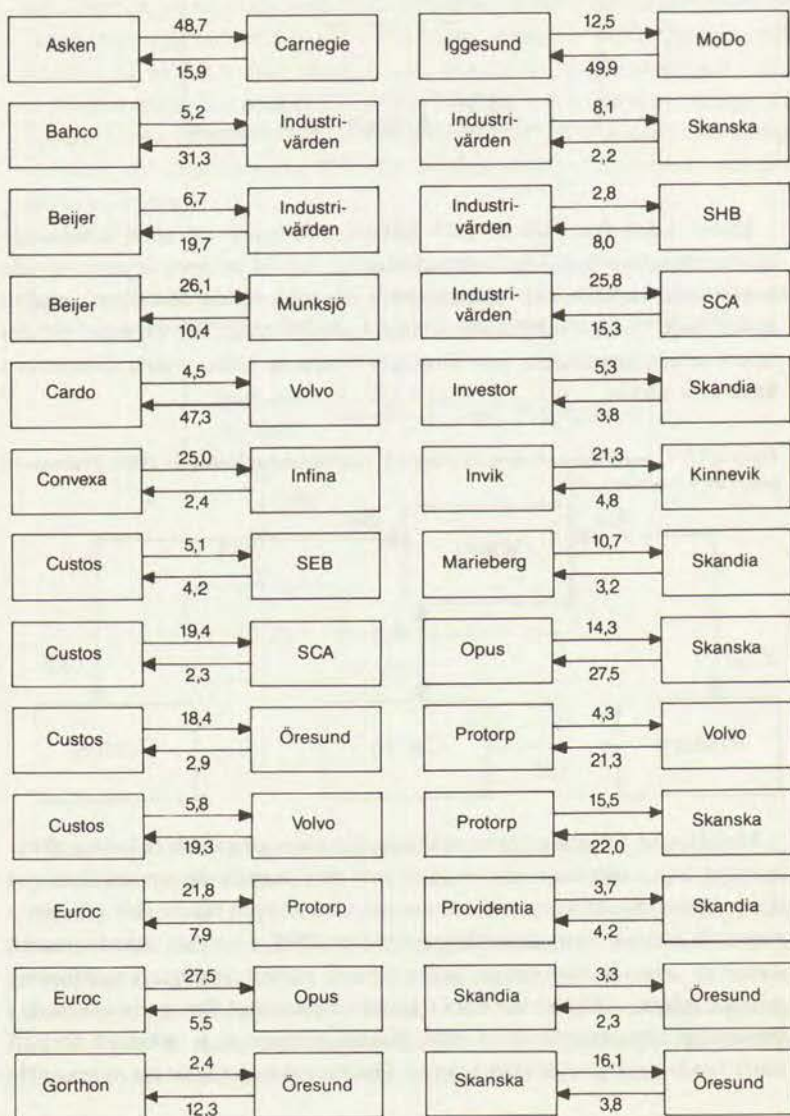


Med hänsyn till den centrala ställning det ömsesidiga och cirkulära aktieägendet har i utredningens direktiv och den betydande uppmärksamhet dessa ägarsamband ägnats i debatten har utredningen funnit skäl att i detta avseende göra en förnyad kartläggning våren 1988. I korthet visar resultaten därav att antalet ömsesidiga ägarsamband mellan aktiemarknadsföretag minskat något. Alltjämt var dock ett betydande antal företag involverade i ömsesidigt aktieäggande våren 1988. Kartläggningen visar också ett fortsatt omfattande bruk av cirkulärt ägande. Slutligen står det klart att några av de

företag som i större utsträckning än andra använde sig av ömsesidigt och cirkulärt ägande år 1985 i minst lika stor utsträckning gjorde det våren 1988.

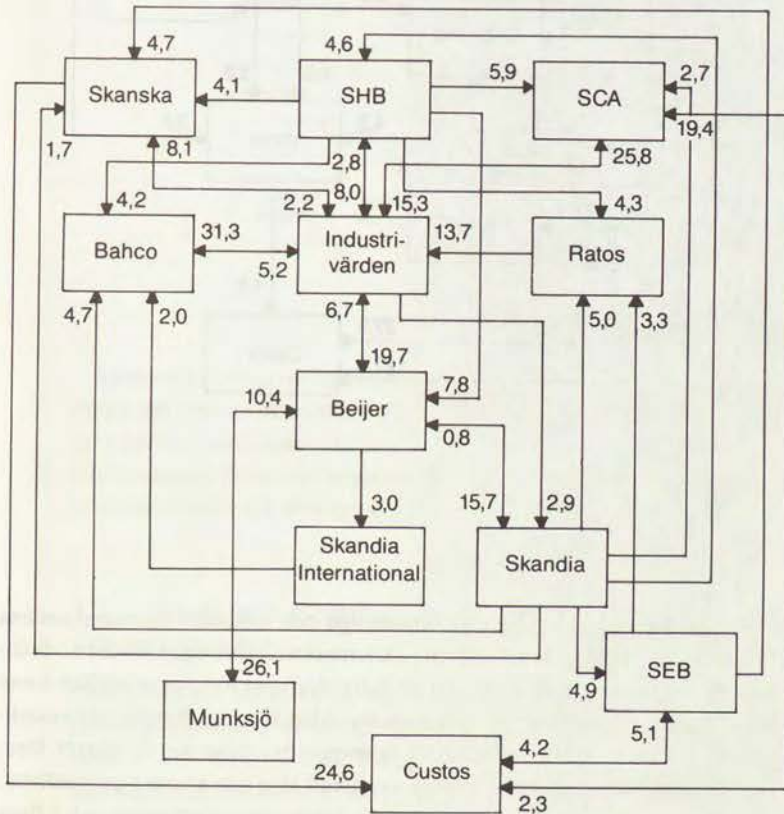
Totalt förekom det mellan aktiemarknadsföretag våren 1988 26 fall av ömsesidigt ägande där företagen innehade minst två procent av varandras aktiekapital eller röstetal. Som framgår av figur 4:12 nedan var 28 olika företag involverade i dessa samband. Den röstandel företagen innehade i varandra varierade från 2 % till 50 % och uppgick i genomsnitt till 14 %.

Figur 4:12 Ömsesidiga ägarsamband mellan svenska aktiemarknadsföretag våren 1988. Procentuell andel av rösttalet.

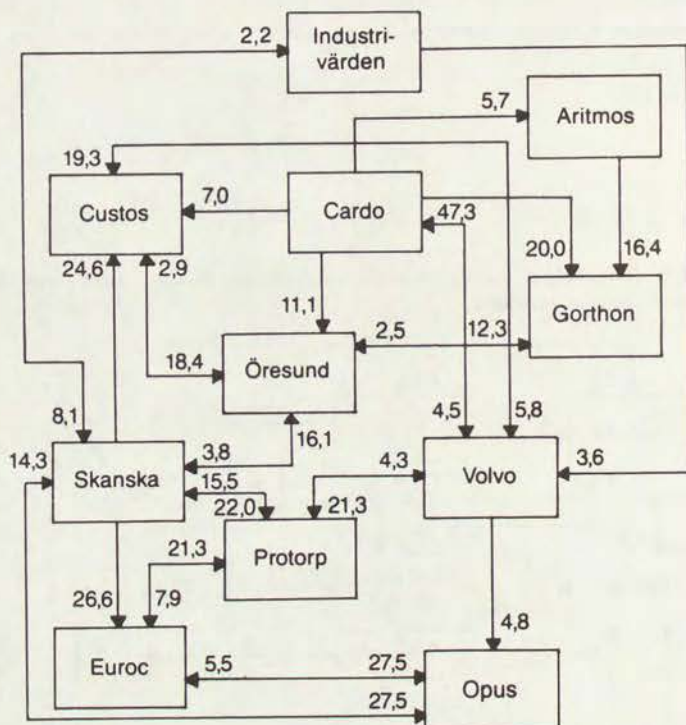


I figur 4:13 och 4:14 illustreras ömsesidiga och cirkulära ägarsamband våren 1988 runt dels investmentföretaget Industrivärden, dels de icke-finansiella företagen Skanska och Volvo. De ägarsamband som förelåg runt dessa företag kan i flera avseenden sägas dominera bilden av de ömsesidiga och cirkulära ägarsambanden mellan aktiemarknadsföretag våren 1988.

Figur 4:13 Ömsesidigt och cirkulärt ägande runt företaget Industrivärden våren 1988. Procentuell andel av rösttalet.

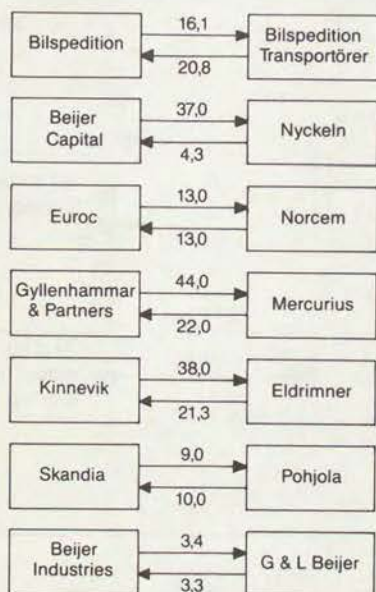


Figur 4:14 Ömsesidigt och cirkulärt ägande runt företagen Skanska och Volvo våren 1988. Procentuell andel av röstetalet.



För att till fullo klarlägga de ömsesidiga och cirkulära ägarsambandens betydelse för inflytandestrukturen i aktiemarknadsföretagen är det nödvändigt att också beakta de samband av detta slag som föreligger mellan å ena sidan aktiemarknadsföretag och å andra sidan företag utanför aktiemarknaden. Då detta kräver tillgång till ägaruppgifter även för de senare företagen har en komplett kartläggning av sådant slag inte kunnat genomföras. Det är dock uppenbart att denna typ av ägarsamband existerar och i flera fall är av betydelse för inflytandeförhållandena i aktiemarknadsföretagen. I figur 4:15 nedan redovisas sju exempel på sådana samband våren 1988.

Figur 4:15 Exempel på ömsesidiga och cirkulära ägarsamband mellan aktiemarknadsföretag och företag utanför aktiemarknaden våren 1988. Procentuell andel av rösttalet.

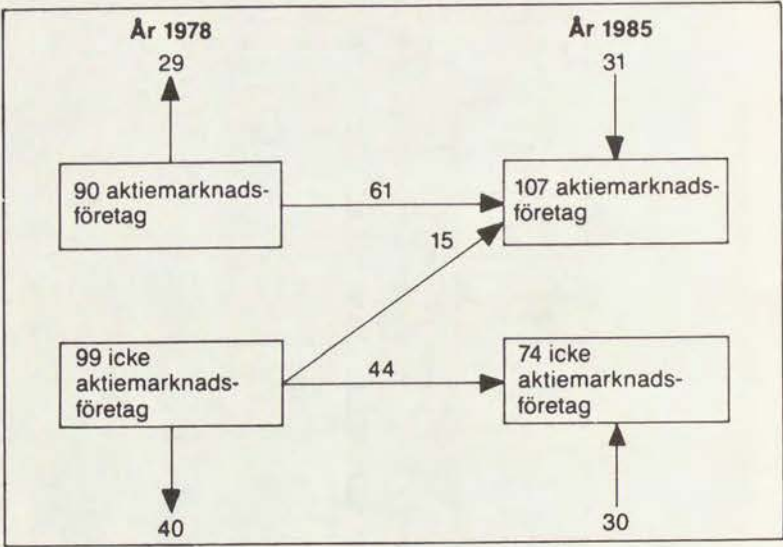


Sammanfattningsvis kan konstateras att ömsesidigt och cirkulärt ägande under det senaste decenniet i ökad utsträckning kommit att användas i syfte att påverka inflytandeförhållandena i det svenska näringslivet och att flera storföretag på detta sätt uppnått en betydande möjlighet till inflytande över beslutsfattandet vid den egna bolagsstämman.

4.3.2 Privatägda svenska storföretag utanför aktiemarknaden

Hittillsvarande beskrivning har avsett ägar- och inflytandestrukturen i de privatägda svenska fristående företag eller koncerner, med minst 500 anställda, som återfanns på aktiemarknaden. I föreliggande avsnitt riktas uppmärksamheten mot privatägda svenska storföretag utanför aktiemarknaden. Som framgår av figur 4:16 nedan var det år 1978 totalt 99 företag. Av dessa bortföll 40 företag under den studerade perioden genom att de år 1985 inte längre uppfyllde kriterierna att vara ett fristående företag eller en koncern med minst 500 anställda. Av resterande 59 företag, vilka således uppfyllde storföretagskriterierna såväl år 1978 som år 1985, introducerades 15 företag på aktiemarknaden under perioden, medan 44 företag kvarstod utanför aktiemarknaden.

Figur 4:16 Förändringar i populationen privatägda svenska företag med minst 500 anställda mellan år 1978 och år 1985.



I tabell 4:41 nedan redovisas de 40 företag som under perioden 1978–1985 bortföll ur gruppen privatägda svenska storföretag utanför aktiemarknaden samt anledningen till att de föll bort. Av tabellen framgår att 21 företag lämnade populationen som en följd av att de köptes upp av något annat företag, 14 företag som en följd av att sysselsättningen minskade till färre än 500 anställda och att 5 företag på bortföll på grund av konkurs under perioden. I genomsnitt uppgick antalet anställda i de bortfallna 40 företagen till 1 000 personer.

Tabell 4:41 Företag som under perioden 1978–1985 bortföll ur gruppen privatägda svenska fristående företag eller koncerner, med minst 500 anställda, utanför aktie-marknaden. (40 företag)

Företag år 1978	Antal anställda år 1978	Företagets situation år 1985
Argus Stådnings AB	1 000	Dotterföretag till Reckitt-gruppen ^a
Bisco	600	Dotterföretag till Marabou ^a
Bofa Kabel	800	Dotterföretag till Ericsson
Bukettföretagen	700	Färre än 500 anställda år 1985
Cabby	600	Konkurs
Dickson Förvaltnings AB	600	Färre än 500 anställda år 1985
Förvaltnings AB Elektrounion	500	Dotterföretag till Ahlsell
Ernstströmgruppen	1 000	Färre än 500 anställda år 1985
Förenade Bil	500	Färre än 500 anställda år 1985
Gambro	1 300	Dotterföretag till Sonesson
Granstedts Byggnads AB	600	Konkurs
Gullringshus	500	Färre än 500 anställda år 1985
Gusums Bruk	600	Färre än 500 anställda år 1985
Hedenius, Sam	1 600	Dotterföretag till Saba-företagen
Hellgren Invest	600	Färre än 500 anställda år 1985
Kungsfoto	500	Färre än 500 anställda år 1985
Kähr, Gustaf	600	Dotterföretag till Skåne-Gripen
Lesjöfors	900	Konkurs
Luxor	2 000	Dotterföretag till Nokia ^a
Malaga	1 100	Konkurs
Malmros Rederi	600	Färre än 500 anställda år 1985
Masonite	700	Dotterföretag till Skrinet
Mellansvenska Ståd	600	Färre än 500 anställda år 1985
NBN Rör	600	Dotterföretag till Fläkt
Nya Asfalt	3 800	Dotterföretag till Nordstjärnan
Nynäs Petroleum	1 300	Dotterföretag till A. Johnson & Co HB
Polarvagnen	500	Konkurs
Rydboholm	700	Färre än 500 anställda år 1985
Samfod	800	Dotterföretag till Sv. Slakteriförbundet
Skandinaviska Jute	600	Färre än 500 anställda år 1985
Securitas	5 700	Dotterföretag till Hevea (nuv. Latour)
Selga	500	Dotterföretag till Ericsson
Supra	1 300	Dotterföretag till Norsk Hydro ^a
Svenska Knäcke	1 100	Dotterföretag till Sandoz ^a
Thun, Erik	800	Färre än 500 anställda år 1985
Vingåker Konfektion	800	Färre än 500 anställda år 1985
Värnamo Gummi	700	Dotterföretag till Trelleborg
Wilsongruppen	900	Dotterföretag till Bilspedition
WP-System	700	Dotterföretag till Boliden
ÖSA	700	Dotterföretag till Rauma Repola ^a
Samtliga	40 000	
Genomsnitt	1 000	

^a Moderbolaget är till mer än 50 % utlandsägt.

Tabell 4:42 redovisar de 15 storföretag som år 1978 stod utanför aktiemarknaden, men introducerades på marknaden under perioden och tabell 4:43 redovisar de 44 företag som stod utanför aktiemarknaden såväl år 1978 som år 1985.

Tabell 4:42 Företag som år 1978 tillhörde gruppen privatägda svenska fristående företag eller koncerner utanför aktiemarknaden, med minst 500 anställda, men introducerades på aktiemarknaden under perioden 1978–1985. (15 företag)

Företag år 1978	Antal anställda år 1985
Bilspedition	3 400
Ellos	800
Forsheda	1 000
Hasselfors	700
Lundbergföretagen	1 900
Närkes Elektriska (NEA)	1 000
NPL-Gruppen	1 900
Orrje (Pronator)	1 200
Paul Anderson Industrier	2 400
Philipson	1 600
SIAB	4 100
Sture Ljungdahl	900
Sydsvenska Dagbladet	1 500
Viak	1 000
Vestmanlands Läns Tidning (VLT)	700
Samtliga	24 100
Genomsnitt	1 600

Tabell 4:43 Företag som såväl år 1978 som år 1985 tillhörde gruppen privatägda svenska fristående företag eller koncerner, med minst 500 anställda, utanför aktiemarknaden. (44 företag)

Företag	Antal anställda år 1985
A. Johnson & Co HAB	3 100
Alvenius	700
Bankgirot	900
Bergendahl & Son	600
Betongindustri	1 600
Bonnierföretagen	6 200
Cloetta (Sv. Chokladfabriken)	800
Diös	3 800
Dux	600
Elof Hansson	800
EM Elektromontage	800
Fix International	900
Graningeverken	1 200
Gulin, Sven	600
Göteborgsposten	1 300

Företag	Antal anställda år 1985
Hallström & Nisses	1 200
Herenco	1 100
ICA	12 200
IKEA	9 000
Janstorp International	900
KappAhl	1 200
Karolin Invest	800
Kullenberg	1 100
Ludvig Svensson	600
Mattssonföretagen	700
Metro	1 400
Munkedal	1 400
Nordstjärnan	22 500
Nya Wermlands Tidningen	900
Persson Invest	1 100
PIA	5 800
Praktikertjänst	10 100
Scandiafelt	800
Sinab	1 300
Stena	2 400
Stockholm-Saltsjön	600
Svenska Dagbladet	1 300
Tetra Pak	2 100 ^a
VBB	1 800
Wallenius (Soya Rederier)	1 000
Wicander	600
Vivo	8 500
Tore Wretman Restauranger	500
Yxhult	1 300
Samtliga	118 100
Genomsnitt	2 700

^a Tetra Pak utgörs av flera formellt fristående företag i olika länder, vilka kontrolleras av familjen Rausing. Sysselsättningsuppgiften avser endast antal anställda i Sverige, emedan uppgifter för övriga företag saknas.

Som framgår av den ovan redovisade figur 4:16 tillkom 30 företag i populationen storföretag utanför aktiemarknaden under den studerade perioden, vilka förtecknats i tabell 4:44 nedan. Flertalet av dessa existerade som fristående företag eller koncerner även år 1978, men hade då färre än 500 anställda. Det finns dock även exempel på företag som bildades under perioden, i första hand genom sammanslagningar mellan tidigare existerande företag.

Tabell 4:44 Företag som under perioden 1978–1985 tillkom i gruppen privatägda svenska fristående företag eller koncerner, med minst 500 anställda, utanför aktie-marknaden. (30 företag)

Företag	Antal anställda år 1985	Företagets situation år 1978
Allmänna Ingenjörbyrå (AIB)	500	Färre än 500 anställda år 1978
Beckers	3 200	Dotterföretag till Beijerinvest
Bohlins revisionsbyrå	700	Färre än 500 anställda år 1978
Bulten	1 500	Dotterföretag till Bulten-Kanthal
Dafgård	600	Färre än 500 anställda år 1978
Datema	1 200	Dotterföretag till Nordstjernen
Elajo	600	Färre än 500 anställda år 1978
Elander	500	Färre än 500 anställda år 1978
Fiber Invest	500	Fanns ej
G & L Beijer	500	Färre än 500 anställda år 1978
Gotthard Nilsson	800	Färre än 500 anställda år 1978
Hagström & Sillén	600	Färre än 500 anställda år 1978
Infjärdens värme	500	Färre än 500 anställda år 1978
Inter Innovation	500	Färre än 500 anställda år 1978
Kloster Speedsteel	1 000	Dotterföretag till Uddeholm
Nerikes Allehanda	500	Färre än 500 anställda år 1978
Nibe-verken	600	Färre än 500 anställda år 1978
Nyge-verken	600	Färre än 500 anställda år 1978
Pegenova	700	Färre än 500 anställda år 1978
Ragnsells	700	Färre än 500 anställda år 1978
Tage Rejmes	500	Färre än 500 anställda år 1978
Reveko	500	Färre än 500 anställda år 1978
Sabis	500	Färre än 500 anställda år 1978
Shipinvest	800	Fanns ej
Smedjebacken-Boxholm	1 300	Fanns ej
Stenströms Herrekipering	700	Färre än 500 anställda år 1978
Swedair	600	Färre än 500 anställda år 1978
Swedspan	600	Fanns ej
Uddeholms Stripsteel	900	Dotterföretag till Uddeholm
Öhrlings revisionsbyrå	900	Färre än 500 anställda år 1978
Samtliga	23 600	
Genomsnitt	900	

Totalt fanns det 74 privatägda svenska fristående företag eller koncerner, med minst 500 anställda i Sverige eller utomlands, som stod utanför aktie-marknaden år 1985. Trots att aktiebolaget var den helt dominerande associationsformen även bland dessa företag, hade flertalet av dem en väsentligt annorlunda ägarstruktur än de storföretag som återfanns på aktiemarknaden. I sju av företagen innehade delar av de anställda samtliga aktier i företaget. Det var fallet i Allmänna Ingenjörbyrå, Bohlins revisionsbyrå, Hagström & Sillén, Praktikertjänst, Reveko, VBB och Öhrlings revisionsbyrå. I resterande 67 företag var antalet ägare mycket begränsat och koncentrationsgraden hög. Närmare hälften av dem hade bara en ägare och

endast undantagsvis förekom fler än tio ägare. Det var också mycket ovanligt att företagen använde sig av aktieslag med olika röstvärden, varför röst- och kapitalandelar för ägarna i regel sammanföll.

I tabell 4:45 nedan redovisas de 33 privatägda svenska storföretag som stod utanför aktiemarknaden år 1985 och i vilka den största ägaren innehade minst 90 % av röstetalet. Så gott som samtliga dessa företag var familjekontrollerade.

Tabell 4:45 Privatägda svenska icke-aktiemarknadsföretag år 1985 med minst 500 anställda, i vilka den största ägaren innehade minst 90 % av röstetalet. (33 företag)

Företag	Antal anställda	Ägare
A. Johnson & Co HAB	3 100	Fam. Ax:son Johnson
Beckers	3 200	Beckerintressenter
Bergendahl & Son	600	Fam. Bergendahl och Mylonopoulos
Bonnierföretagen	6 200	Fam. Bonnier via Åhlén & Åkerlunds HB
Cloetta (Sv. Chokladfabriken)	800	Fam. Svenfelt och företaget Consilio
Dafgård	600	Fam. Dafgård
Dux	600	E. Ljung
Elander	500	Fam. Elander
Elof Hansson	800	B-E. Hansson
Gulin, Sven	600	Fam. Gulin
IKEA	9 000	Fam. Kamprad
Infjärdens värme	500	Fam. Westerberg
Inter Innovation	500	L. Lundblad
Janstorp International	900	B. Janstorp
Kapp Ahl	1 200	Fam. Ahl
Ludvig Svensson	600	Fam. Ludvigsson
Mattssonföretagen	1 000	Fam. Mattsson
Metro	1 400	Fam. Nordmark
Munkedal	1 400	T. Onstad via Property
Nerikes Allehanda	500	Liberala Tidningar
Nibe-verken	600	Fam. Bernerup
Nordstjernan	22 500	Fam. Ax:son Johnson
Nya Wermlands Tidningen	900	Fam. Ander
Nyge-verken	600	Fam. Johansson
Persson Invest	1 100	Fam. Persson
Ragnsells	700	R. Sellberg
Tage Rejmes	500	Fam. Rejme
Sabis	500	Fam. Andersson
Sinab	1 300	S. och G. Jerhammar
Stena	6 200	Fam. Olsson
Stenströms Herrekipering	700	B. Bengtsson
Tetra Pak	2 100 ^a	Fam. Rausing
Yxhult	1 300	L.Sjöborg via Plena
Totalt	73 000	

^a Se not till tabell 4:43.

Ägarförhållandena i de privatägda svenska storföretagen utanför aktiemarknaden tillåter inte en meningsfull statistisk jämförelse mellan koncentrationen i företagen år 1978 och år 1985, men ingenting tyder på att koncentrationen förändrades under den studerade perioden. Vid båda tidpunkterna kontrollerades flertalet företag av en begränsad ägarkrets, främst i form av en familj.

Vid en samlad bedömning av koncentrationsutvecklingen i såväl aktiemarknads- som icke-aktiemarknadsföretag bör dock beaktas att 15 av de privatägda storföretag som år 1978 stod utanför aktiemarknaden, introducerades på marknaden under perioden. I dessa minskade koncentrationen därvid något.

4.4 Stora ägare i det privata näringslivet

Redovisningen av storföretagens ägar- och inflytandestruktur i tidigare avsnitt har avsett förhållandena i de enskilda företagen. Det har därvid inte funnits anledning att diskutera i vilken utsträckning en och samma ägare kontrollerar eller har möjlighet att utöva inflytande i fler än ett företag. Det är emellertid ett välkänt faktum att ett begränsat antal ägare genom att kontrollera flera företag har möjlighet att påverka förhållandena i stora delar av det svenska näringslivet. Som ett komplement till den tidigare framställningen redovisas därför i föreliggande avsnitt de, i denna inflytandemässiga bemärkelse, största ägarna i den privatägda delen av svenskt näringsliv år 1985. En diskussion förs också om förändringar som i detta avseende ägt rum under de senaste decennierna.

I den dagliga debatten beskrivs ägarförhållandena på denna övergripande nivå ofta i termer av inflytandesfärer, vilkas utseende till stor del bestäms av ägarsamband, men också av exempelvis gemensamma styrelseledamöter och andra, vid en kvantitativ analys mer svårångade, samband. Under de senaste åren har på enskilt initiativ publicerats årliga beskrivningar av detta slag avseende ägarförhållandena i de svenska aktiemarknadsföretagen.¹⁶ Dessa beskrivningar utgör ett viktigt underlag för en diskussion om dagsläget, men kan inte omedelbart användas för jämförelser med äldre undersökningar. För att kunna göra sådana jämförelser har utredningen funnit det nödvändigt att basera föreliggande redovisning uteslutande på *ägande* och att avgränsa den till innehav av sådan storlek att de kan anses konstituera *kontroll* över de berörda företagen.

I de allra flesta företag har ägarförhållandena bedömts vara sådana att kontrollen entydigt kunnat tillskrivas den röstandelsmässigt största ägaren. I ett begränsat antal företag har emellertid den största och näst största ägarens andelar av röstetalet ansetts ligga så nära varandra att kontrollen över företaget betecknats som delad.

I de fall den största ägaren befunnits vara en juridisk person, exempelvis ett annat företag, som i sin tur har en kontrollerande ägare, har kontrollen

¹⁶ Sundqvist, S.-I., *Ägarna och makten*, Marieberg.

tillskrivits den slutliga ägaren. Har den juridiska personen, till följd av exempelvis ett omfattande ömsesidigt ägande, befunnits sakna kontrollerande ägare, har den juridiska personen själv betraktats som slutägare.

För att kunna jämföra kontrollerande ägare i olika företag med varandra och för att på ett adekvat sätt kunna redovisa den kontroll som en viss ägare har över flera företag är det också nödvändigt att tilldela de berörda företagen någon form av vikter. Annorlunda uttryckt måste den kontroll som ägare A har över tre företag med viss storlek göras jämförbar med den kontroll som ägare B har över två företag av annan storlek. Utredningen har därvid valt att knyta an till det tidigare använda sysselsättningskriteriet och betrakta en ägare som större ju fler anställda de företag har i vilka han, ensam eller tillsammans med någon annan, är kontrollerande ägare. Detta tillvägagångssätt stämmer överens med tidigare undersökningar och möjliggör jämförelser bakåt i tiden. Det bör dock understrykas att syftet inte är att fastställa någon exakt rangordning mellan ägarna.

Redovisningen av de inflytandemässigt största ägarna bör inte förväxlas med en redovisning av vilka ägare som innehar störst andelar av det sammanlagda värdet på företagens aktiestock. Vissa av de inflytandemässigt största ägarna tillhör också de värdemässigt största och skulle ingå även i sådan beskrivning, men det finns en rad, framför allt institutionella, ägare som innehar stora andelar av den samlade aktiestocken utan att förekomma som kontrollägare. De har i stället fördelat sitt aktieinnehav på mindre aktieposter i en större mängd företag. Exempel på denna typ av ägare är försäkringsföretag och olika slag av fonder, vilka dessutom av legala skäl ofta är förhindrade att skaffa sig kontrollinnehav i enskilda företag.

4.4.1 Stora ägare år 1985

Vid årsskiftet 1985–1986 fanns i den privatägda delen av svenskt näringsliv 20 ägare som kontrollerade företag med fler än 5 000 anställda. Tretton av dessa ägare kontrollerade företag med sammanlagt fler än 10 000 anställda och två av ägarna kontrollerade företag med fler än 100 000 anställda, se tabell 4:46 nedan. I allt väsentligt samma bild framkommer om hänsyn tas endast till antalet anställda i Sverige.

De 20 ägare som vardera kontrollerade företag med minst 5 000 anställda uppvisade sinsemellan betydande storleksskillnader. Den största ägaren – släkten Wallenberg – kontrollerade ensam, eller tillsammans med en annan ägare, företag med i det närmaste lika många anställda som övriga 19 ägare tillsammans. De minsta av de 20 ägarna kontrollerade företag med en sysselsättningsmässig storlek som motsvarade endast ett par procent av de Wallenberg-kontrollerade företagen.

Av tabellen framgår vidare att majoriteten av de stora ägarna år 1985 i grunden utgjordes av fysiska personer, vilka som regel baserade sitt ägarinflytande på dels en privat förmögenhet placerad i aktier, dels familjeanknutna stiftelsers och fonders aktieinnehav. I flera fall var dessa innehav kanaliserade till investmentföretag som i sin tur förvärvat kontrollaktieposter i andra företag.

Emellertid visar tabellen också att fyra av de 20 ägarna var juridiska personer som till följd av betydande ägarspridning samt ömsesidiga och cirkulära ägarsamband saknade kontrollerande ägare. Den största av dessa ägare var Industrivärden-Promotion-SHB-gruppen, vilken bestod av dels olika stiftelser med nära anknytning till Svenska Handelsbanken, dels de banken närstående investmentföretagen Industrivärden och Promotion. Övriga tre ägare som var juridiska personer var de icke-finansiella företagen Skanska, Volvo och Boliden, vilka byggt upp sina ägarpositioner i näringslivet genom betydande aktieförvärv under 1980-talet.

I tabell 4:46 redovisas de 20 ägarna med angivande av det sammanlagda antalet anställda i Sverige och utomlands i de företag i vilka de år 1985 var röstandelsmässigt största respektive delad största ägare. I de fall ägaren var en juridisk person som saknade kontrollerande ägare, anges i tabellen också antalet anställda i ägarföretagen.

Tabell 4:46 Stora ägare i den privatägda delen av svenskt näringsliv år 1985. Baserat på antal anställda i Sverige och utomlands.^a

Ägare	Antal anställda i företag där ägaren är:		
	Största ägare	Delad största ägare ^b	Antal anställda i ägarföretagen
Wallenberg	276 000	102 000	
Industrivärden-Promotion-SHB	47 000	86 000	19 000
Skanska	78 000	2 000	29 000
Volvo	29 000	2 000	65 000
Lundberg	18 000	26 000	
Penser	38 000	—	
Ax:son Johnson	26 000	—	
Bonnier	20 000	4 000	
Boliden	9 000	4 000	9 000
Lindholm	16 000	—	
Jacobsson/Larsson/Wattin	14 000	—	
Söderberg	8 000	6 000	
Kempe/Carlgren	11 000	1 000	
Stenbeck	10 000	—	
Kamprad	9 000 ^c	—	
Wall	—	9 000	
Lindén	3 000	5 000	
von Kantzow	—	6 000	
Olsson	5 000	—	
Douglas	5 000	—	
Samtliga	622 000		

^a Ägarna har i tabellen angivits i fallande ordning baserat på en summering av varje rad. Uppställningen skall emellertid inte ses som en inbördes rangordning av ägarnas intressen i näringslivet.

^b Kolumnen kan på grund av dubbelräkning ej summeras.

^c De av Ingvar Kamprad personligen eller via stiftelser kontrollerade IKEA-företagen utgör formellt flera koncerner i olika länder. Antalet anställda avser samtliga dessa företag, varav företag i Sverige svarar för drygt 2 000 anställda. Kamprad återfinns därför inte i tabell 4:47 nedan.

4.4.2 Stora ägare år 1963, 1979 och 1985

Frågan om vilka ägare som inflytandemässigt dominerar den privatägda delen av svenskt näringsliv kan också diskuteras i ett dynamiskt perspektiv, där intresset riktas mot de förändringar som äger rum under en viss tidsperiod. Förekomsten av ägare med möjligheter att kontrollera flera företag uppmärksammades av koncentrationsutredningen vid mitten av 1960-talet liksom av statens industriverk i den studie av ägar- och inflytandestrukturen i det privata näringslivet som verket genomförde vid 1970-talets slut. Till sammans med utredningens egen undersökning avseende år 1985 ger dessa studier en grov bild av de förändringar som i detta avseende ägt rum i ägar- och inflytandestrukturen under de senaste decennierna.

Koncentrationsutredningen identifierade för år 1963 sammanlagt 15 stora ägare i det privata näringslivet som var röstandelsmässigt största eller delad största ägare i ett eller flera företag med sammanlagt minst 5 000 anställda i Sverige.¹⁷ Av tabell 4:47 nedan framgår att 11 av dessa ägare, med samma kriterium, klassificerades som stora ägare i statens industriverks undersökning avseende år 1979 och att sju av ägarna enligt ägarutredningens undersökning uppfyllde detta kriterium även år 1985. De sju ägare som under hela perioden kvarstod som stora ägare i det privata näringslivet var dels släkten Wallenberg och Industrivärden-Promotion-SHB-gruppen, dels släkterna Ax:son Johnson, Bonnier, Söderberg, Kempe/Carlgren och Stenbeck.

Tabellen visar också att ett betydande antal stora ägare tillkom mellan år 1963 och år 1985. I statens industriverks undersökning år 1979 kan, i förhållande till år 1963, åtta nya stora ägare identifieras. Två av dessa ägare kan sägas ha uppfyllt motsvarande kriterium även år 1985, medan sex av 1979 års nya stora ägare förlorade sin inflytandemässiga position under 1980-talets första hälft. Slutligen framgår av tabellen att tio nya stora ägare tillkom mellan år 1979 och år 1985. Det kan dock ifrågasättas om ett par av dessa ägare inte borde ha ingått redan i statens industriverks undersökning.

¹⁷ Koncentrationsutredningen identifierade med ett alternativt kriterium ytterligare två stora ägare, nämligen släkterna Bergengren och Edstrand. Dessa uppfyllde emellertid inte det sysselsättningsmässiga kriteriet.

Tabell 4:47 Stora ägare i den privatägda delen av svenskt näringsliv år 1963, 1979 och 1985. Baserat på antal anställda i Sverige.

1963	1979	1985
Wallenberg	Wallenberg	Wallenberg
Industrivärden-Promotion-SHB	Industrivärden-Promotion-SHB	Industrivärden-Promotion-SHB
Ax:son Johnson	Ax:son Johnson	Ax:son Johnson
Bonnier	Bonnier	Bonnier
Söderberg	Söderberg	Söderberg
Kempe/Carlgren	Kempe/Carlgren	Kempe/Carlgren
Stenbeck	Stenbeck	Stenbeck
Custos	Custos	
Broström	Broström	
Kockum	Kockum	
Dunker	Dunker	
Wehtje		
Mark/Carlander		
Ericsson		
Ählén		
	Cardo	
	Salén	
	Asken	
	Praktikergruppen	
	Företagsfinans	
	Philip-Sörensen	
	Ahlsell-Euroc-Cementgjuteriet	Skanska
	Beijerinvest	Wall
		Volvo
		Boliden
		Penser
		Lundberg
		Lindholm
		Jacobsson/Larsson/Wattin
		Lindén
		Olsson
		von Kantzow
		Douglas

Källor: År 1963: Koncentrationsutredningen.

År 1979: Statens industriverk.

År 1985: Ägarutredningen.

4.4.2.1 Stora ägare såväl år 1963 som år 1985

Av de 15 ägare som år 1963, enligt koncentrationsutredningen, var kontrollerande ägare i företag med minst 5 000 anställda i Sverige, uppfyllde sju ägare motsvarande sysselsättningskriterium även år 1985. I korthet kan utvecklingen av dessa ägares kontrollinnehav beskrivas på följande sätt.

Släkten Wallenberg var såväl år 1963 som år 1985 den utan jämförelse största ägaren i svenskt näringsliv. Till grund för denna position låg dels egna aktieinnehav, dels innehav hänförliga till olika familjeanknutna stiftelser såsom Knut och Alice Wallenbergs stiftelse, Jacob Wallenbergs stiftelse

samt Marianne och Marcus Wallenbergs stiftelse. Med dessa innehav kontrollerades bl. a. investmentföretagen Investor och Providentia, vilka i sin tur ägde betydande andelar i flera av landets största företag.

Bland de företag som såväl år 1963 som år 1985 kontrollerades av släkten Wallenberg märks bl. a. ASEA, Atlas Copco, Electrolux, Swedish Match, Saab och Stora. Därutöver var släkten Wallenberg under hela perioden delad största ägare tillsammans med Industrivärden-Promotion-SHB-gruppen i företaget Ericsson. Flera av dessa företag expanderade kraftigt under perioden, inte minst genom köp av andra företag i Sverige och utomlands. Det enda större företag som släkten Wallenberg helt lämnade under perioden var Kema Nobel, i vilket Erik Penser via Bofors år 1984 förvärvade kontrollen. I ett par företag som dominerades av släkten Wallenberg år 1963 trädde dock även andra stora ägare in under perioden. Det gäller Alfa-Laval och Incentive, i vilka kontrollen sedan mitten av 1980-talet delas med släkten Lundberg.

Sammanlagt var släkten Wallenberg år 1985 största ägare i företag som hade närmare 280 000 anställda, varav omkring hälften i Sverige. Därutöver var släkten Wallenberg delad största ägare i företag med omkring 100 000 anställda i Sverige eller utomlands. Den dominerande position i näringslivet som tillkom släkten Wallenberg förstärktes av ett stort antal begränsade aktieinnehav i företag där andra ägare innehade den röstandelsmässigt största aktieposten.

Efter år 1985 har släkten Wallenbergs ägarintressen förändrats främst genom att ASEA:s industrirörelse 1988 fusionerades med det schweiziska bolaget Brown Boveri samt genom att Stora förvärvade samtliga aktier i Papyrus år 1986 och i Swedish Match år 1988.

Industrivärden-Promotion-SHB-gruppen består som ovan påpekats av olika stiftelser med nära anknytning till Svenska Handelsbanken – främst SHB:s pensionsstiftelser, Jan Wallanders stiftelse, Tore Browalds stiftelse och personalstiftelsen Oktogonen – samt de banken närstående investmentföretagen Industrivärden och Promotion. Till följd av en betydande ägarspridning och ett omfattande ömsesidigt ägande kan någon kontrollerande ägare till denna grupp inte identifieras, varför gruppen behandlats som slutägare.

Industrivärden-Promotion-SHB-gruppen var år 1963 största ägare i bl. a. AGA, Ahlsell, Almedahl-Dalsjöfors, Bergvik & Ala, Fagersta, Husqvarna, PLM, SCA och Svenska Metallverken. I AGA, Almedahl, PLM och SCA bestod gruppens dominerande ställning även år 1985, medan övriga nämnda innehav avyttrades under perioden. Bland nya innehav år 1985 märks investmentföretaget Argentus, i vilket gruppen var delad största ägare tillsammans med Anders Wall. Argentus var största ägare i bl. a. Investment AB Beijer som i sin tur var största ägare i bl. a. Munksjö och Skandia. Såväl år 1963 som år 1985 var gruppen också delad största ägare i Ericsson och hade dessutom ett stort antal minoritetsposter i företag där andra ägare var röstandelsmässigt större.

Sammanlagt var Industrivärden-Promotion-SHB-gruppen år 1985 största ägare i företag med närmare 50 000 anställda och delad största ägare i företag med närmare 90 000 anställda, i Sverige eller utomlands. Därutöver sysselsattes inom Industrivärden, Promotion och SHB, med dotterföretag, närmare 20 000 personer.

Efter år 1985 har gruppens större ägarintressen förändrats bl. a. genom att Industrivärden förvärvade samtliga aktier i PLM år 1987 och samma år sålde aktiemajoriteten i dotterföretaget JM till företaget Skanska.

Släkten Ax:son Johnsons ägarintressen i det svenska näringslivet baseras på dels enskilda medlemmars aktieinnehav, dels familjeanknutna stiftelsers innehav. Släktens ägarintressen var år 1963 hänförliga till fyra helägda företagsgrupper, nämligen Rederi AB Nordstjernan, Nynäs Petroleum, Nya Asphalt och handelsaktiebolaget A Johnson & Co. Tillsammans sysselsatte dessa företagsgrupper omkring 20 000 anställda, varav omkring 15 000 återfanns inom Rederi AB Nordstjernan.

Nordstjernan förvärvade under 1970-talet betydande andelar i grossist-företaget J S Saba och blev därigenom också största ägare i NK-Åhléns med drygt 20 000 anställda. År 1983 såldes innehavet i J S Saba till Erik Penser, medan NK-varuhuset behölls i ett helägt dotterföretag. Nya Asphalt inordnades år 1980 som dotterföretag till Nordstjernan. Bland övriga större förändringar inom Nordstjernan märks framför allt dotterföretaget Avesta Jernverks övertagande av stora delar av Fagerstas och Uddeholms tillverkning av rostfritt stål år 1984. Nordstjernan avyttrade under 1980-talets första hälft också flera dotterföretag och minskade markant antalet anställda.

Nynäs Petroleum förvärvades år 1982 av A Johnson & Co, men såldes till stor del ett par år senare. Hälften av aktierna såldes till utländska intressen och en fjärdedel till Investeringsbanken, medan en fjärdedel behölls inom A Johnson & Co.

År 1985 sysselsatte de Johnson-kontrollerade företagen sammanlagt 26 000 personer. Efter år 1985 har dock stora förändringar skett i fråga om släkten Ax:son Johnsons ägarintressen i näringslivet. Främst kan därvid nämnas Nordstjernans förvärv av byggnadsföretaget ABV våren 1988. Vidare förvärvade A Johnson & Co under år 1988, från Erik Penser, den varuhus- och grossistverksamhet som återfanns i J S Saba (och som före år 1983 kontrollerades av Nordstjernan). Från mitten av år 1988 kan släktens ägarintressen anses bestå av två från varandra åtskilda delar. Den ena delen utgörs av Nordstjernankoncernen, som aviserat en börsintroduktion och i samband därmed kommer att få en mindre koncentrerad ägarstruktur än tidigare. Röstmajoriteten kommer dock att innehas av de familjeanknutna stiftelserna. Den andra delen utgörs av A Johnson & Co som är helägt av Antonia Ax:son Johnson.

Släkten Bonniers ägarintressen i det svenska näringslivet dominerades såväl år 1963 som år 1985 av företag som bedrev förlags- och tryckerirörelse samt tidningsutgivning och näraliggande verksamhet. Sysselsättningsmässigt störst av dessa företag var år 1985 det helägda Bonnierföretagen med

omkring 6 000 anställda. Därutöver var släkten Bonnier under hela perioden största ägare i bl. a. Dagens Nyheter, Grafoprint och Pressbyråns Intressenter AB (PIA) med sammanlagt närmare 14 000 anställda och delad största ägare i Holmens Bruk med drygt 4 000 anställda. Totalt omfattade släkten Bonniers kontrollinnehav år 1985 således företag med drygt 24 000 anställda.

Efter år 1985 har släkten Bonniers ägarintressen i näringslivet förändrats i första hand genom att innehavet i Holmens Bruk såldes till MoDo år 1988.

Släkten Söderberg kontrollerade såväl år 1963 som år 1985 investmentföretaget Ratos. Kontrollen baserades på dels privata aktieinnehav, dels innehav tillhöriga Ragnar Söderbergs stiftelse och Torsten Söderbergs stiftelse. Ratos hade år 1963 två större helägda dotterföretag, nämligen grossistföretaget Söderberg & Haak samt Smedjebackens Valsverk. Ratos var också största ägare i Nordarmatur och innehade stora intressen i Holmens Bruk och Bulten. Söderberg & Haak såldes år 1979 till SSAB. Innehavet i Nordarmatur såldes till Saab år 1969 och innehavet i Bulten till släkten von Kantzow och Ulf Lindén år 1983. År 1985 var Ratos största ägare i Skåne-Gripen och delad största ägare i Holmens Bruk, Smedjebacken, Gotthard Nilsson och Independent. Sammanlagt sysselsatte dessa företag omkring 14 000 personer.

Efter år 1985 har ytterligare stora innehav sålts. År 1986 såldes aktierna i Gotthard Nilsson till Electrolux och år 1987 såldes större delen av innehavet i Skåne-Gripen i utbyte mot en betydande andel i Independent. Hösten 1987 såldes också innehavet i Holmens Bruk till MoDo och i början av år 1988 såldes aktierna i Independent till bröderna Lindholm. Bland de förvärv som gjorts efter år 1985 märks framför allt Scandic Hotell, vilket sedan år 1986 är ett helägt dotterföretag till Ratos.

Släkten Kempe/Carlgrens inflytande i det svenska näringslivet baseras på dels släkten Kempes privata aktieinnehav, dels stiftelserna J C Kempes och Seth Kempes minne samt Kempe-Carlgrenska Fonden. Såväl år 1963 som år 1985 var släktens innehav koncentrerade till företaget MoDo. Detta blev i sin tur genom successiva förvärv största ägare i Iggesund år 1981. MoDo sysselsatte år 1985 omkring 7 000 personer och Iggesund närmare 4 000 personer.

Efter att hösten 1987 ha förvärvat Ratos innehav i Holmens Bruk lade MoDo våren 1988 ett offentligt bud på resterande aktier i Holmens Bruk och Iggesund. Affärens genomförande medförde att släkten Kempe/Carlgrens ägarintressen i näringslivet expanderade till att omfatta företag med sammanlagt omkring 16 000 anställda.

Släkten Stenbeck var år 1963, via i första hand Investment AB Kinnevik, största ägare i Korsnäs-Marma och Sandvik. År 1978 blev Kinnevik största ägare i Fagersta, vars stål rörelse år 1984 såldes till Avesta Jernverk och Sandvik. Kontrollen över Sandvik hade året dessförinnan övertagits av byggnadsföretaget Skanska. År 1985 var Stenbeck via Kinnevik största ägare i Korsnäs och Kloster med sammanlagt omkring 10 000 anställda.

4.4.2.2 Stora ägare som markant minskade sitt inflytande mellan år 1963 och år 1985

Ägarutredningens kartläggning visar att åtta av de ägare som enligt koncentrationsutredningens uppgifter kontrollerade företag med sammanlagt minst 5 000 anställda i Sverige år 1963, inte gjorde det år 1985. Det var dels släkterna Broström, Ericsson, Kockum, Mark och Carlander, Wehtje samt Åhlén, dels den s. k. Dunkergruppen och investmentföretaget Custos.

Vid en närmare granskning kan beträffande dessa ägares intressen i näringslivet, i grova drag, tre olika förlopp urskiljas under perioden. Ett första förlopp kan utvecklingen av släkten Ericssons intressen i Facit sägas representera. Facit drabbades vid början av 1970-talet av betydande ekonomiska problem i samband med övergången till elektronik i kontorsmaskinbranschen, vilket gjorde att företaget så småningom köptes upp och att verksamheten sedermera kraftigt förändrades. Släkten Ericssons markant minskade inflytande i näringslivet var på det sättet nära förknippat med en tillbakagång för det ägda företaget. Ett likartat förlopp kan iakttas för släkterna Broströms och Kockums intressen i rederi- och varvsverksamhet.

En annan typ av förlopp representerar utvecklingen av släkten Wehtjes intressen i byggnadsindustrin, däribland Skånska Cementgjuteriet, Skånska Cement och Iföverken. Släkten sålde under 1960- och 1970-talet successivt sina innehav, men företagets verksamhet bestod och expanderade. Ett likartat förlopp kan iakttas för släkterna Mark och Carlanders samt släkten Åhléns ägarintressen.

En tredje typ av förlopp representerar utvecklingen för investmentföretaget Custos som år 1963 saknade kontrollerande ägare och vid detta tillfälle därför betraktades som slutägare. Custos var även år 1985 en betydelsefull ägare i näringslivet, men Skanska och Volvo förvärvade under perioden så stora andelar av Custos aktiestock att företaget år 1985 inte längre var att beteckna som slutägare.

För var och en av de åtta ägarna kan utvecklingen i korthet beskrivas på följande sätt.

Släkten Broström hade vid 1960-talets början omfattande intressen inom rederi- och varvsnäringen via i första hand Broströms Rederi AB (dåvarande Ångfartygs AB Tirfing) med dotterföretagen Eriksbergs Mekaniska Verkstad, Svenska Amerika Linien m. fl. Totalt uppgick antalet anställda i koncernen till drygt 10 000 personer. Släkten Broström var tillsammans med staten också hälftenägare i Uddevallavarvet och var största ägare i bl. a. ESAB och Svenska Lloyd. Rederiverksamheten inom koncernen gick från 1970-talets mitt med förlust och antalet anställda minskade successivt. I samband med den kraftiga tillbakagången för varvsindustrin såldes Eriksbergs Mekaniska Verkstad år 1976 till staten. Vidare såldes innehavet i ESAB till ASEA. Under hela perioden minskade också släkten Broströms innehav i moderföretaget och år 1985 återfanns släkten inte längre som större ägare i företaget. Broströms Rederi AB kontrollerades då av släkten Wallenberg och Erik Pensar, vilka år 1988 sålde sina innehav till ASEA.

Släkten Ericssons ställning som stor ägare i det svenska näringslivet år 1963 var uteslutande en följd av deras aktieinnehav i kontorsmaskinföretaget Facit med närmare 5 000 anställda. Facit var i sin tur största ägare i Munksjö. Som en följd av övergången till elektronik i kontorsmaskinbranschen drabbades Facit vid 1970-talets början av betydande ekonomiska problem och förvärvades år 1973 av Eletrolux. Därmed upphörde släkten Ericssons inflytandeposition i näringslivet.

Släkten Kockum ägde vid 1960-talets början majoriteten av aktierna i Kockums Jernverk med närmare 2 000 anställda och hade betydande ägarintressen i Kockums Mekaniska Verkstad med närmare 7 000 anställda. Innehavet i Kockums Jernverk såldes till Beijerinvest år 1975. Varvsrörelsen i Kockums Mekaniska Verkstad övertogs av staten år 1979 och den övriga industrirörelsen såldes samma år till Statsföretag. Tillgångarna i Kockums Mekaniska Verkstad bestod därefter i huvudsak av en större kontorsfastighet och mindre banktillgodohavanden. Efter namnbyte till Skåne-Gripen och en ny företagslednings tillträde genomfördes en snabb expansion av företagets verksamhet, i första hand i form av företagsköp. Dessa finansierades till stor del genom riktade nyemissioner, varför släkten Kockums andel av företagets aktiestock successivt minskade och år 1985 uppgick till endast ett par procent.

Släkterna Mark och Carlanders ägarintressen år 1963 omfattade i första hand investmentföretaget Asken och textilföretaget Gamlestaden med drygt 2 000 anställda. Asken var tillsammans med släkten Wallenberg delad största ägare i SKF med 16 000 anställda. Mark och Carlanders ägarintressen i Asken avvecklades emellertid successivt under 1960-talet och uppgick vid 1970-talets mitt till endast ett par procent av aktiestocken. År 1979 saknade Asken kontrollerande ägare och betraktades i statens industriverks undersökning som slutägare till dels flera industriella dotterföretag, dels större aktieinnehav i bl. a. Bofors och SKF. Under slutet av 1970-talet och början av 1980-talet förvärvade emellertid Erik Pensar successivt allt större andelar av aktiestocken i Asken, varför företaget år 1985 inte längre var att anse som slutägare.

Släkten Wehtjes ägarintressen år 1963 omfattade en rad företag inom byggnads- och byggmaterialindustrin, bland vilka kan nämnas Skånska Cementgjuteriet (nuvarande Skanska), Skånska Cement (nuvarande Euroc), Iföverken och Tarkett. I samband med bl. a. en omstrukturering i dessa branscher under slutet av 1960-talet och början av 1970-talet avyttrade emellertid släkten Wehtje sina intressen i dessa företag och bortföll ur gruppen av inflytandemässigt stora ägare i det svenska näringslivet.

Släkten Åhléns ägande var år 1963 koncentrerat till detaljhandelsföretaget Åhlén & Holm, där familjen var majoritetsägare. Åhlén & Holm hade drygt 6 000 anställda. Under 1970-talet sålde familjen successivt detta innehav och vid decenniets slut hade kontrollen över företaget övergått till andra ägare. Familjen Åhléns inflytandeposition i svenskt näringsliv var därmed borta.

Dunkergruppen är en samlande beteckning för Henry och Gerda Dunkers Donationsfond nr 1 och 2 samt Henry och Gerda Dunkers Stiftelse, vilka år 1963 var kontrollerande ägare i gummiföretagen Trelleborg och Tretorn med tillsammans närmare 8 000 anställda. Tretorn såldes år 1980 till investmentföretaget Aritmos och sysselsättningen i Trelleborg minskade kraftigt under slutet av 1970-talet och början av 1980-talet, varför Dunkergruppen år 1985 inte återfanns bland ägare som kontrollerade företag med minst 5 000 anställda. Dunkergruppens bortfall ur gruppen stora ägare under 1980-talets första hälft var emellertid en tillfällig företeelse. Trelleborgs verksamhet har efter år 1985 kraftigt expanderat dels internt, dels genom företagsförvärv. Det sysselsättningsmässigt största förvärvet gjordes år 1987 då Trelleborg köpte Boliden med 15 000 anställda.

Investmentföretaget Custos, investmentföretaget Säfveån och Skandinaviska Banken ansågs av koncentrationsutredningen utgöra en sammanhängande ägargrupp, som år 1963 var största ägare i bl. a. Boliden, Bille-rud, Mölnlycke, Höganäs, Uddeholm och Volvo samt delad största ägare tillsammans med släkten Wallenberg i Swedish Match. Totalt var gruppen största ägare i företag med drygt 60 000 anställda. Vid slutet av 1970-talet var emellertid såväl ägar- som styrelsesambanden mellan Custos och Säfveån respektive S-E-Banken väsentligt svagare, varför Custos i statens industriverks undersökning avseende år 1979 betecknades som slutägare. Av 1963 års större aktieinnehav fanns då i huvudsak endast Höganäs och Swedish Match kvar; resterande innehav hade avyttrats. Under tiden fram till 1979 förvärvade emellertid Custos också större poster i bl. a. investmentföretaget Cardo, byggnadsföretaget SIAB samt Östgötabanken och Skaraborgsbanken.

Custos under lång tid mycket spridda ägarstruktur ändrades år 1983 då Lundbergföretagen successivt förvärvade aktier i företaget. Hösten 1984 uppnådde Lundbergföretagen drygt en fjärdedel av röstetalet. Sedermera såldes emellertid dessa aktier till Skanska och Volvo som därigenom tog kontroll över Custos. I samband med denna försäljning förvärvades Custos aktier i Skaraborgsbanken, Östgötabanken och SIAB av Lundbergföretagen.

4.4.2.3 Stora ägare som markant ökade sitt inflytande mellan år 1963 och år 1979

I statens industriverks undersökning år 1979 kunde konstateras inte endast att flera stora ägare bortfallit, utan också att flera nya stora ägare tillkommit sedan år 1963. I den privatägda delen av svenskt näringsliv identifierades åtta nya stora ägare som kontrollerade företag med tillsammans minst 5 000 anställda i Sverige år 1979, men inte återfanns bland de av koncentrationsutredningen identifierade stora ägarna år 1963.¹⁸ Som framgår av redovis-

¹⁸ Till följd av ett, i förhållande till koncentrationsutredningen, ändrat urvalskriterium identifierade statens industriverk även andra stora ägare i näringslivet. Dessa berörs emellertid inte i föreliggande sammanhang.

ningen nedan kvarstod emellertid endast två av dessa ägare som stora ägare även år 1985, nämligen Ahlsell-Euroc-Cementgjuteriet som till stor del överensstämmer med ägaren Skanska år 1985 och investmentföretaget Beijerinvest som år 1985 återfanns under sin huvudägare Anders Wall. Övriga sex ägares kontrollinnehav reducerades väsentligt under 1980-talets första hälft.

Den första av de nya ägarna år 1979 var investmentföretaget *Asken*, vilket år 1963 ansågs kontrollerat av släkterna Mark och Carlander, men år 1979 saknade kontrollerande ägare. Som påpektas ovan förvärvades Asken sedermera av Erik Pensser.

Den andra av de nya ägarna var företagsgruppen *Ahlsell-Euroc-Cementgjuteriet*. Vid slutet av 1960-talet innehade den största ägaren i byggmaterialföretaget Euroc endast ett par procent av aktiestocken. Euroc var största ägare i Skånska Cementgjuteriet, med omkring 40 % av röstetalet. Under 1970-talets första hälft ansåg ledningen för Skånska Cementgjuteriet att den instabila ägarstrukturen i Euroc skulle kunna leda till att oönskade ägare, via Euroc, tog kontroll över Skånska Cementgjuteriet. I syfte att hindra en sådan utveckling bildades år 1974 tre förvaltningsföretag – Opus, Protorp och Laverna – som övertog stora aktieposter i Euroc och Cementgjuteriet. De senare företagen blev samtidigt kontrollerande ägare i förvaltningsföretagen. Även landets största VVS-grossist, Ahlsell & Ågren, knöts till konstellationen, som till följd av det ömsesidiga ägandet i praktiken var självkontrollerande. Senare lämnade såväl Laverna som Ahlsell gruppen. Under 1980-talet har Cementgjuteriet, som bytt namn till *Skanska*, allt mer kommit att framstå som gruppens dominerande företag. Skanska är bl. a. en av landets största fastighetsägare och innehar också en betydande aktieportfölj. Skanska var år 1985 största ägare i Euroc, Graningeverken, Sandvik och SKF (vid sidan om släkten Wallenberg) samt i Custos, som bl. a. är dominerande ägare i fastighetsbolaget Hufvudstaden. Senare har Skanska också blivit största ägare i bygg- och fastighetsföretaget JM.

Den tredje nya ägaren år 1979 var investmentföretaget *Beijerinvest*. Efter betydande aktieförvärv under 1970-talet omfattade Beijerinvests större ägarintressen dels den helägda koncernen Beijer Handel & Industri med drygt 7 000 anställda samt majoritetsposter i Wilhelm Becker, Wilhelm Sonesson och Kockums Jernverk, dels kontrollposter i bl. a. Boliden, Beijer Byggmaterial och Persöner. I det dittills största företagsförvärvet i svenskt näringsliv förvärvades Beijerinvest år 1981 av Volvo. Två år senare lät Volvo børsintroducera ett investmentföretag med namnet Investment AB Beijer, vars huvudsakliga tillgångar utgjordes av dels en större aktieportfölj, dels ett par helägda dotterföretag som tidigare återfanns inom Beijerinvest. *Anders Wall* var sedan mitten av 1960-talet verkställande direktör i Beijerinvest och byggde vid mitten av 1980-talet upp en stark ägarposition i Investment AB Beijer. Via ett röststarkt innehav i investmentföretaget Argentus har Wall successivt ökat sin kontroll över Beijer, en utveckling som kulminerade under år 1987, då Argentus lade ett bud på samtliga utestående aktier i Investment AB Beijer. Under år 1988 har Wall-gruppen

sålt ut större aktieposter i Skandia och Munksjö, varför Anders Wall hösten 1988 i huvudsak kontrollerar de helägda dotterföretagen, främst Kebo.

Den fjärde nya ägaren var det blandade investmentföretaget *Cardo* som under 1960-talet uppstod ur Svenska Sockerfabriks AB och vid decenniets slut gjordes till moderbolag i koncernen. År 1979 hade Cardo en mycket spridd ägarstruktur och betraktades därför som slutägare. I Cardokoncernen sysselsattes drygt 3 000 anställda. Cardo hade betydande ägarintressen i bl. a. AEG och Weibull samt begränsade innehav i stort antal andra börsföretag. År 1985 förvärvades Cardo av Volvo.

Även den femte nya ägaren år 1979 var ett blandat investmentföretag, *Företagsfinans*, som vid denna tidpunkt saknade kontrollerande ägare och ingick i flera ömsesidiga ägarsamband. Företagsfinans betraktades därför som slutägare. Företaget hade år 1979 en helägd industrirörelse med drygt 400 anställda och var största ägare i ABV med närmare 10 000 anställda liksom i Gorthon Invest och Sture Ljungdahl AB. Industrirörelsen såldes under slutet av år 1979. Tre år senare såldes också innehaven i Gorthon Invest och Sture Ljungdahl, varefter endast kontrollinnehavet i ABV återstod. Efter flera strider om kontrollen över Företagsfinans och därmed indirekt även om ABV, vilka beskrivits i utredningens rapport Ömsesidigt aktieäggande mellan svenska börsföretag (Ds I 1986:6), förvärvades Företagsfinans år 1986 av konsultföretaget Pronator. Företagsfinans position som slutägare försvann därmed och år 1988 lät Pronator avyttra ABV-innehavet till det av släkten Ax:son Johnson kontrollerade Nordstjernen.

Den sjätte nya ägaren var familjen *Philip-Sörensen* som i den helägda Securitas-koncernen vid 1970-talets slut sysselsatte närmare 20 000 personer, varav närmare 6 000 i Sverige. Den svenska delen av koncernens verksamhet såldes år 1983 till investmentföretaget Skrinet och familjen Philip-Sörensen är inte längre bosatt i Sverige.

Den sjunde nya ägaren var *Praktikergruppen*, som är en organisation för privatpraktiserande läkare och tandläkare. Via Investment AB Collector (f.d. Laverna) var Praktikergruppen år 1979 största ägare i dels Euroc, dels SKF. Efter försäljning av dessa innehav till företaget Skanska år 1981 bortföll Praktikergruppens inflytandemässiga ställning i näringslivet.

Den åttonde och sista ägare i den privatägda delen av svenskt näringsliv som enligt statens industriverk kontrollerade företag med sammanlagt minst 5 000 anställda vid 1970-talets slut, men inte gjorde det år 1963 var *släkten Salén*. Saléns ägarintressen inom rederinäringen expanderade kraftigt under 1960-talet. Under 1970-talet utökade Salén också sina ägarintressen inom import-, grossist- och detaljhandeln. År 1979 sysselsattes inom Salénkoncernen närmare 3 000 personer och moderföretaget Saléninvest var, tillsammans med släkten Ax:son Johnson, kontrollerande ägare i företagsgruppen J S Saba och NK-Åhléns, med närmare 27 000 anställda. Detta innehav avyttrades år 1983 till Erik Penser och i december 1984 gick Saléninvest i konkurs.

4.4.2.4 Stora ägare som markant ökade sitt inflytande mellan år 1979 och år 1985

Enligt ägarutredningens kartläggning återfanns i svenskt näringsliv år 1985 totalt 20 ägare som kontrollerade ett eller flera privatägda företag med tillsammans minst 5 000 anställda i Sverige eller utomlands. Som påpekats i anslutning till tabell 4:46 ovan uppfyllde 19 av dessa ägare motsvarande kriterium även om endast företagens sysselsättning i Sverige beaktas. Bland dessa 19 ägare återfinns endast sju av de stora ägare som koncentrationsutredningen identifierade för år 1963. Under den drygt två decennier långa perioden tillkom således också tolv, med detta kriterium, inflytandemässigt stora ägare i näringslivet. Två av de nya ägarna – Skanska och Anders Wall – hade redan år 1979 uppnått en betydande inflytandeposition i näringslivet och betecknades som stora ägare i statens industriverks undersökning. De har kommenterats ovan. Även ett par av de övriga nya ägarna hade betydande ägarintressen i näringslivet år 1979, men uppfyllde då inte kriteriet att vara kontrollerande ägare i företag med sammanlagt minst 5 000 anställda.

En av de största nya ägarna år 1985 var *Volvo*, som år 1979 saknade större aktieinnehav utanför den egna koncernen. Sex år senare var *Volvo* till följd av dels stora aktieförvärv, dels avknoppningar av egna verksamhetsområden, kontrollerande ägare i företag med sammanlagt omkring 30 000 anställda. Bland dessa företag märks *Pharmacia*, *Sonesson*, *Hexagon* och *Catena*. Genom flera ömsesidiga och cirkulära ägarsamband var *Volvo* år 1985 också största ägare i det egna företaget med 65 000 anställda.

Till de nya ägarna år 1985 hör också företaget *Boliden* som vid denna tidpunkt saknade en entydigt kontrollerande ägare och därför betecknades som slutägare. *Boliden* har senare förvärvats av *Trelleborg*.

Övriga nya ägare år 1985 var fysiska personer, vilka grovt sett kan indelas i två kategorier. Det är å ena sidan personer som sedan länge haft ägarintressen i enskilda företag, vilka successivt expanderat och kommit att överskrida gränsen 5 000 anställda och å andra sidan personer som genom aktieförvärv blivit kontrollerande ägare i företag med sammanlagt minst 5 000 anställda.

Till den första kategorin hör *Sten A Olsson*, vars inträde bland de stora ägarna i näringslivet är kopplat till expansionen av den helägda företagsgruppen *Stena*, som bedriver dels rederirörelse, dels metallhandel. Från slutet av 1970-talet till mitten av 1980-talet ökade antalet anställda i denna verksamhet från omkring 1 500 till omkring 5 000 personer. Tillväxten ägde rum genom såväl intern expansion som köp av andra företag, bl. a. konkurrenterna *Sessanlinjen* och *Lion Ferry*.

Släkten von Kantzow har sedan 1900-talets början haft ägarintressen i företaget *Kanthal*. Först efter det att släkten *Söderberg* under 1980-talet avyttrat sina intressen i företaget blev emellertid *von Kantzow*, tillsammans med dåvarande direktören vid *Volvo*, *Ulf Lindén*, största ägare i *Kanthal*. *Ulf Lindén* var också huvudägare i *Beckerintressenter* som i sin tur inne-

hade aktiemajoriteten i företaget Beckers. Efter 1985 har släkten von Kan-zow sålt sitt innehav till Lindén.

Bland de fysiska personer som genom aktieförvärv skaffat sig stora kontrollinnehav i näringslivet sedan 1970-talets slut märks främst *Erik Penser*. Under 1970-talet förvärvade Penser successivt aktier i Bofors och var år 1978 företagets största ägare. Positionen i Bofors förstärktes åren därefter genom stora förvärv i investmentföretaget Asken, som i sin tur innehade en större post i Bofors. Under 1980-talets första år förvärvade Penser också stora andelar i bl. a. Kema Nobel, J S Saba, Pharos och Broströms. År 1984 köpte Bofors upp Kema Nobel och koncernen bytte namn till Nobel. Totalt kontrollerade Penser år 1985 företag med omkring 38 000 anställda. Därefter har emellertid Penser, under år 1988, avyttrat J S Saba till A Johnson & Co och innehavet i Broströms till ASEA. Våren 1988 sålde Penser också Carnegie Fondkommission till PK-banken och erhöll i utbyte nyemitterade aktier i banken. Erik Penser blev därigenom den, efter staten, näst största ägaren i PK-banken.

Släkten Lundbergs ägande i det privata näringslivet begränsades vid 1970-talets slut till ett majoritetsinnehav i byggnadsföretaget L E Lundberg samt mindre poster i några andra företag. Under början av 1980-talet förvärvade släkten via Lundbergföretagen större aktieposter i flera storföretag och var år 1985 största ägare i SIAB samt delad största ägare tillsammans med släkten Wallenberg i Alfa-Laval och Incentive. Incentive var i sin tur största ägare i Garphyttan, Hasselblad, LKB och Orrefors. Lundbergs var också kontrollerande ägare i dels Östgötabanken, som var ett dotterföretag till Lundbergföretagen, dels Östgöta Holding som var en av huvudägarna i Skaraborgsbanken. Under år 1988 såldes innehavet i Skaraborgsbanken till GotaGruppen.

Bröderna Gerhard och Peo Lindholm blev genom omfattande aktieköp största ägare i företaget Esselte med 16 000 anställda år 1985. Kapitalet till dessa förvärv emanerade från hotell- och fastighetsaffärer under slutet av 1970-talet och början av 1980-talet. Bröderna Lindholm saknade dessförinnan mer omfattande ägarintressen i det svenska näringslivet.

Även *familjen Douglas* inträde bland de inflytandemässigt stora ägarna i näringslivet vid 1980-talets början kan sägas vara baserat på kapital från hotell- och fastighetsaffärer under slutet av 1970-talet. År 1985 var Douglas ägarintressen knutna till framför allt investmentföretaget Hevea, som kontrollerade den från familjen Philip-Sörensen avyttrade svenska delen av bevakningsföretaget Securitas med omkring 5 000 anställda. Via Hevea var Douglas också största ägare i Schatullet och delad största ägare i Forsinvest. Därutöver innehade Douglas begränsade intressen i Almedahl, Boliden och Trelleborg.

Gruppen *Jacobsson-Larsson-Wattin* utgör företagsledningen i konsultföretaget Pronator och är tillika företagets huvudägare. Genom Pronators förvärv hösten 1985 av förvaltningsföretaget Balken Invest som i sin tur var största ägare i byggnadsföretaget ABV, blev Jacobsson-Larsson-Wattin i praktiken också kontrollerande ägare i ABV med 10 000 anställda och

ingick därför bland de stora ägarna i näringslivet detta år. ABV-innehavet såldes emellertid våren 1988 till Nordstjernan, som därefter förvärvade resterande aktier i ABV.

4.4.2.5 Stora ägare 1963, 1979 och 1985 – en sammanfattande bedömning

Ägarstrukturen i den privatägda delen av svenskt näringsliv dominerades såväl vid 1960-talets början som ett par decennier senare av ett begränsat antal ägare. I denna mening kan ägarstrukturen sägas vara koncentrerad, men utredningen har inte funnit något mått som på ett adekvat sätt kan uttrycka graden av koncentration vid ett tillfälle i förhållande till ett annat.

Släkten Wallenberg var den i särklass största enskilda ägaren såväl år 1963 som år 1985, närmast följd av Industrivärden-Promotion-SHB-gruppen. Betydande förändringar präglade däremot övriga ägarens inflytandepositioner. Många av de – inte minst fysiska personer – som för ett tiotal år sedan var betydelsefulla ägare förlorade sin inflytandemässiga ställning under den mellanliggande perioden, medan andra ägare och ägargrupper trädde i deras ställe. Som nya och mycket stora ägare framträdde under perioden bl.a. de icke-finansiella företagen Skanska och Volvo, vilka till följd av omfattande ömsesidiga och cirkulära ägarsamband saknade egna kontrollerande ägare.

4.5 Konvertibler, teckningsoptioner m. m.

Under 1980-talet har marknaden för finansiella instrument med anknytning till aktiemarknaden väsentligt breddats. Det har skett genom såväl ett ökat utnyttjande av befintliga instrument som genom tillkomsten av för Sverige helt nya finansiella instrument. I utredningens direktiv påpekas att denna utveckling i olika avseenden kan påverka ägar- och inflytandestrukturen i företagen och bör uppmärksammas av utredningen. I föreliggande avsnitt ges därför en kortfattad översikt över utvecklingen.

En uppdelning kan göras mellan finansiella instrument som är kopplade till primärmarknaden och instrument som uteslutande är avhängiga andrahandsmarknaden. Till den förra kategorin hör konvertibler, konvertibla vinstandelsbevis och teckningsoptioner, medan olika typer av optioner till köp och försäljning av redan emitterade aktier hör till den senare kategorin.

4.5.1 Konvertibler

Konverteringslån är det gemensamma namnet på lån där det låntagande företaget erbjuder långivarna att omvandla (konvertera) sin fordran till aktier i företaget. Det skuldebrev som långivarna erhåller som bevis på sin fordran kallas konvertibel.

Totalt hade svenska aktiemarknadsföretag hösten 1988 utestående konverteringslån till ett nominellt värde av 16 miljarder kronor. Av dessa hade

endast 10 % emitterats med företrädesrätt för företagens aktieägare, medan resterande 90 % riktats till företagens anställda, använts som betalningsmedel i samband med företagsförvärv eller riktats till långgivare utanför ägarkretsen.

Fram till augusti 1988 hade sammanlagt 132 aktiemarknadsföretag emitterat personalkonvertibler. Det nominella värdet på dessa uppgick till drygt 10 miljarder kronor, vilket således motsvarade 60 % av den sammanlagda konvertibelstocken. De emitterande företagens fördelning på olika kurslistor framgår av tabell 4:48 nedan.

Tabell 4:48 Utestående konvertibellån riktade till företagens anställda. Aktiemarknadsföretag. Augusti 1988.

	Antal företag med personalkonvertibler	Antal lån
A 1	69	80
A 2	14	15
OTC	38	49
Inofficiella listan	11	15
Totalt	132	159

Källa: Sköldebrand, B., Anställd och ägare – konvertibler, Arbetslivscentrum, Stockholm, 1988.

Personalkonvertibler är ett förhållandevis nytt fenomen bland svenska aktiemarknadsföretag och den absoluta merparten av den utestående stocken har emitterats sedan mitten av 1980-talet. År 1987 emitterades personalkonvertibler till ett nominellt värde av närmare 5 miljarder kronor.

Ett annat användningsområde för konvertibler är som betalningsmedel vid företagsförvärv. Av den totala utestående konvertibelstocken hösten 1988 hade 3 miljarder kronor, dvs. 20 %, emitterats i detta syfte. Som exempel på förvärv där betalning erlagts i form av konvertibler kan nämnas Electrolux förvärv av Gränges år 1980 samt Storas förvärv av Billerud år 1984 och av Papyrus år 1986.

Som en särskild kategori kan också urskiljas konvertibelemissioner som riktats till utländska marknader. Utredningen har kännedom om utestående konvertibler av detta slag med ett sammanlagt nominellt värde på omkring 1,3 miljarder kronor.

4.5.2 Konvertibla vinstandelsbevis

Ett värdepapper som tillkommit under de senaste åren är konvertibla vinstandelsbevis (KVB), vilket emitterades första gången hösten 1985 då företaget Argentus (nuvarande Beijer Industries) förvärvade omkring en femtedel av aktierna i Investment AB Beijer. Konvertibla vinstandelsbevis är skuldebrev som har stora likheter med konvertibler bl. a. i det avseendet att räntan är avdragsgill för det emitterande företaget samt att innehavaren har möjlighet att konvertera sin fordran till aktier. Det föreligger emellertid också väsentliga skillnader mellan dessa två värdepapper. Räntesatsen för

konvertibler uttrycks i procent av skuldebrevets nominella belopp, medan den för konvertibla vinstandelsbevis anges i procent av utdelningen på företagets aktier. Vidare är löptiden för konvertibla vinstandelsbevis väsentligt längre än för konvertibler. För exempelvis Beijer Industries konvertibla vinstandelsbevis är löptiden 40 år. Sammantaget leder detta till att marknadspriset på konvertibla vinstandelsbevis på ett mer direkt sätt kan relateras till priset på det emitterande företagets aktier. Kursen på konvertibla vinstandelsbevis noteras också som regel på samma kurslista som företagets aktier.

Fram till september 1988 hade sju aktiemarknadsföretag emitterat konvertibla vinstandelsbevis till ett sammanlagt värde av knappt 4,8 miljarder kronor. I samtliga fall utom ett företogs emissionen i syfte att betala förvärv av aktier i andra företag.

År 1985 emitterade Argentus KVB på 323 miljoner kronor i samband med ett förvärv av omkring 20 % av aktierna i Investment AB Beijer.

År 1986 emitterade Cederroths KVB på 10 miljoner kronor för att förvärva företaget Famaco från Pharmacia.

År 1987 emitterade Beväringen KVB på 224 miljoner kronor till allmänheten i samband med börsintroduktion.

År 1987 och år 1988 emitterade Industrivärden KVB på sammanlagt drygt 900 miljoner kronor för förvärv av PLM.

År 1987 emitterade Indevo KVB på 19 miljoner kronor för förvärv av företaget Nordia.

År 1988 emitterade Enströms KVB på 6 miljoner kronor för förvärv av Carl Lamm AB.

År 1988 emitterade MoDo KVB på närmare 3 300 miljoner kronor för förvärv av Holmen och Iggesund.

4.5.3 Teckningsoptioner

Vid ett optionslån erhåller långivaren ett skuldebrev förenat med en option att i framtiden teckna aktier i det låntagande företaget. Optionsbeviset avskiljs i praktiken från skuldebrevet och handlas separat. Medan konverteringslån ger rätt att omvandla en befintlig fordran till aktier, krävs vid utnyttjande av optionsrätt att innehavaren vid teckningstillfället erlägger betalning i form av pengar.

Efter en ändring i skattelagstiftningen i december 1984 minskade emissionerna av optionslån kraftigt, men under år 1988 har en viss ökning kunnat iakttas. Vid maximalt utnyttjande kan i dag kända teckningsoptioner leda till ett framtida riskkapitaltillskott på omkring 7 miljarder kronor i de emitterande företagen.

4.5.4 Total omfattning

I tabell 4:49 nedan redovisas, för samtliga aktiemarknadsföretag med utestående konvertibler, konvertibla vinstandelsbevis eller teckningsoptioner, det tillskott till företagens riskkapital som i framtiden kan uppkomma

genom konvertering och tecknande av nya aktier. Det totala beloppet uppgår till 28,5 miljarder kronor, vilket motsvarar omkring 5 % av börsvärdet i augusti 1988. Det är givetvis inte möjligt att ange hur stor andel av ett framtida börsvärde som aktierna kommer att representera om instrumenten utnyttjas för omvandling till eller teckning av aktier.

Tabell 4:49 Utestående konvertibler, konvertibla vinstandelsbevis och teckningsoptioner i aktiemarknadsföretag. Augusti 1988. Miljarder kronor.

Tecknarkategori	Konvertibler	KVB	Teckningsoptioner	Totalt
Aktieägarna	1,5	–	4,2	5,7
Anställda	10,3	–	0,2	10,5
"Företagsförvärv"	3,2	4,8	2,9	10,9
Utländska placérare	1,3	–	0,1	1,4
Totalt	16,3	4,8	7,4	28,5

Anm. För konvertibler och konvertibla vinstandelsbevis har utestående lånebelopp angivits, medan beloppen för teckningsoptioner beräknats genom att det antal aktier som optionerna ger rätt att teckna multiplicerats med den fastställda teckningskursen. Av totalsumman på 28,5 miljarder kronor har företagen således genom lån redan tillförts drygt 21 miljarder kronor medan resterande 7 miljarder kronor utgör maximalt tillskott vid senare tidpunkt.

4.5.5 Inverkan på företagens ägar- och inflytandestruktur

Såväl konvertering som utnyttjande av optionsrätt leder till emission av nya aktier och kan därigenom ge upphov till förändringar i de emitterande företagens ägar- och inflytandestruktur. Denna aspekt uppmärksammas explicit i utredningens direktiv, varför utredningen på ett tidigt stadium lät undersöka omfattningen av sådant latent ägande i de enskilda företagen. Det är av flera skäl inte möjligt att identifiera innehavarna till konvertibler och optionsbevis, varför undersökningen begränsades till att fastställa den utspädning av antalet aktier och röster som skulle kunna komma till stånd genom konvertering och utnyttjande av optionsrätt.

För varje aktiemarknadsföretag som vid årsskiftet 1984–1985 hade utestående konvertibler eller teckningsoptioner beräknades det maximala antal aktier respektive röster som kunde tillkomma efter konvertering och utnyttjande av optionsrätt. Dessa lades sedan till det befintliga antalet, varvid erhöles ett slutligt antal aktier och röster. Utspädningen uttrycktes som de tillkommande aktiernas respektive rösternas andel av det slutliga antalet aktier respektive röster. Det bör noteras att beräkningen utgår från att företaget inte emitterar ytterligare aktier under den period konvertering respektive teckning är möjlig samt att hela lånebeloppet konverteras och samtliga optionsbevis utnyttjas.

Av totalt 247 granskade aktiemarknadsföretag hade 107 företag utestående konvertibler eller optionslån. Av tabell 4:50 nedan framgår att tillkommande aktiers andel av det slutliga antalet aktier översteg 10 % i fler

än hälften av dessa företag och i genomsnitt svarade för drygt 15 % av det slutliga antalet aktier.

Tabell 4:50 Tillkommande aktiers andel av slutligt antal aktier efter konvertering och utnyttjande av optionsbevis. Procent.

Andel av slutligt antal aktier	Antal företag	Andel företag	Kumulerad andel företag
$x \leq 2$	7	7	7
$2 < x \leq 4$	9	8	15
$4 < x \leq 6$	12	11	26
$6 < x \leq 8$	8	8	34
$8 < x \leq 10$	11	10	44
$10 < x \leq 15$	17	16	60
$15 < x \leq 20$	7	7	67
$20 < x \leq 30$	22	21	88
$30 < x \leq 40$	11	10	98
$40 < x \leq 50$	2	2	99
$50 < x \leq 60$	1	1	100
	107	100	

I omkring tre fjärdedelar av de studerade företagen gav konvertibler och optionsbevis rätt att teckna endast röstsvaga aktier. Av tabell 4:51 nedan framgår således att röstetalet för tillkommande aktier motsvarade minst 10 % av det slutliga antalet röster i endast drygt en tredjedel av företagen. I genomsnitt motsvarade tillkommande aktiers andel av det slutliga antalet röster knappt 10 %.

Tabell 4:51 Tillkommande rösters andel av slutligt antal röster efter konvertering och utnyttjande av optionsbevis. Procent.

Andel av slutligt antal röster	Antal företag	Andel företag	Kumulerad andel företag
$x \leq 2$	16	15	15
$2 < x \leq 4$	23	22	37
$4 < x \leq 6$	14	13	50
$6 < x \leq 8$	6	6	56
$8 < x \leq 10$	8	8	64
$10 < x \leq 15$	14	13	77
$15 < x \leq 20$	9	9	86
$20 < x \leq 30$	11	11	96
$30 < x \leq 40$	2	2	98
$40 < x \leq 50$	1	1	99
$50 < x \leq 60$	0	0	99
$60 < x$	1	1	100
	105 ^a	100	

^a Uppgifter om tillkommande aktiers fördelning på aktieslag saknas för två företag.

En särskild aspekt av de finansiella instrumentens betydelse för ägar- och inflytandestrukturen i företagen är att de i viss utsträckning kommit att återköpas av de emitterande företagen. Som exempel kan nämnas att företaget Beijer Industries (dåvarande Argentus) år 1984 emitterade teckningsoptioner som totalt gav rätt att teckna 2,5 miljoner aktier i företaget. Efter återköp är Beijer Industries hösten 1988 själv ägare till samtliga dessa optioner, vilka i framtiden kan komma att säljas till valfri köpare och påverka ägar- och inflytandestrukturen i företaget. Återköp av tidigare emitterade aktier tillåts inte enligt den svenska aktiebolagslagen.

4.5.6 Köp- och säljoptioner

Under år 1985 och år 1986 etablerades en marknad för standardiserade köp- och säljoptioner i Sverige. Som underliggande värde vid handel med sådana optioner ligger redan emitterade aktier och något tillskott i form av kapital eller röster kommer inte till stånd vid eventuellt utnyttjande.

En köpoption är ett avtal i vilket innehavaren av en post aktier förbinder sig att, till en viss kurs och inom en viss tidsperiod, sälja aktierna till den som innehar optionen och påkallar sin rätt att utnyttja den. En säljoption är på motsvarande sätt ett avtal som ger innehavaren rätt att sälja en viss post aktier till viss kurs och inom viss tid.

Visserligen kan nya ägarkonstellationer uppstå genom handel med standardiserade optioner, men utredningen har i detta avseende inte haft möjlighet att företa någon kartläggning.

4.6 Sammanfattning

Utredningen har kartlagt ägar- och inflytandestrukturen i samtliga företag verksamma inom svenskt näringsliv med minst 500 anställda. Utanför undersökningen faller i huvudsak endast vissa delar av den offentliga förvaltningen. Kartläggningen avser i huvudsak perioden från årsskiftet 1978–1979 till årsskiftet 1985–1986, men har i flera avseenden utsträckt till år 1988.

Vid den studerade periodens ingång fanns det i näringslivet omkring 300 storföretag med sammanlagt omkring en och en halv miljon anställda. En tredjedel av dessa företag köptes upp eller försvann av annat skäl ur storföretagspopulationen under perioden. Emellertid tillkom också ett betydande antal företag varför populationen antalsmässigt var i stort sett oförändrad vid periodens slut.

Två tredjedelar av storföretagen var privatägda, medan resterande företag kontrollerades av offentliga ägare, föreningar eller utländska intressen. De privatägda företagen svarade också för omkring två tredjedelar av den sammanlagda sysselsättningen i storföretagen.

De privatägda storföretagen kan indelas i företag på respektive utanför aktiemarknaden. Antalsmässigt återfanns omkring ett hundra företag i respektive kategori, men storleksmässigt var aktiemarknadsföretagen helt dominerande. I sysselsättningstermer svarade de för omkring 90 % av antalet anställda i de privatägda storföretagen. Utredningens intresse har därför i första hand riktats mot privatägda storföretag som också är aktiemarknadsföretag.

Den första aspekt av företagens ägar- och inflytandestruktur utredningen studerat är *antalet ägare*. En mycket stor spännvidd föreligger i det avseendet mellan företagen, från 400 till drygt 150 000 ägare. Bland de privatägda storföretag som återfanns på aktiemarknaden såväl år 1978 som år 1985 ökade det genomsnittliga antalet ägare från i genomsnitt 19 200 ägare vid periodens början till 20 600 ägare vid dess slut.

Vad därefter gäller *koncentrationen i de enskilda företagens ägarstruktur* kan en påtaglig ökning konstateras under perioden. Den största ägarens andel av aktiekapitalet i de enskilda företagen uppgick år 1978 till i genomsnitt 20 %, medan den år 1985 var 29 %. De fem största ägarnas sammanlagda andel ökade från i genomsnitt 40 % till 49 %.

Ett omfattande bruk av aktieslag med olika röstvärden medförde att röstandelskoncentrationen i flertalet av företagen var väsentligt högre än kapitalandelskoncentrationen. Den största ägarens andel av röstetalet uppgick år 1978 till 27 % och år 1985 till 39 %. Bruket av röstvärdesdifferenser ökade också under perioden. Vid periodens början hade omkring hälften av företagen aktieslag med olika röstvärden, medan motsvarande andel vid periodens slut var drygt tre fjärdedelar. Bland de 81 företag som hade aktieslag med olika röstvärden hade 6 företag differensen 1 till 1 000, 71 företag differensen 1 till 10 och 4 företag differensen 1 till 5.

För att fastställa koncentrationsgraden i företagens *inflytandestruktur* är det dessutom nödvändigt att lägga samman aktieposter tillhöriga ägare som i ett inflytandeperspektiv kan anses höra ihop. Så är exempelvis fallet om ägarna i fråga har en gemensam slutägare eller om deras agerande är reglerat i ett konsortialavtal. Efter en sådan sammanslagning uppgick den största ägarens genomsnittliga andel av röstetalet år 1978 till 34 % och år 1985 till 47 %. I närmare hälften av företagen innehade en ägare eller ägargrupp ensam majoritet i röstetalet.

Den genomsnittligt sett ökade koncentrationen i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur är till övervägande del ett resultat av de förändringar i populationens sammansättning som ägde rum under perioden. De företag som bortföll ur populationen under perioden hade visserligen en ägar- och inflytandestruktur som genomsnittligt sett överensstämde med de bestående företagen, men de som tillkom i populationen hade en väsentligt mer koncentrerad ägar- och inflytandestruktur. De tillkomna företagen var med enstaka undantag betydligt mindre än de bestående företagen och en stor del av dem kontrollerades av en familj eller ett icke-finansiellt företag, ofta på basis av röststarka aktier.

Koncentrationen i ägar- och inflytandestrukturen ökade emellertid även i flertalet av de storföretag som kvarstod på aktiemarknaden under hela perioden. Den största ägarens genomsnittliga andel av röstetalet i dessa företag uppgick efter sammanslagning av inflytandemässigt närstående ägare till 33 % år 1978 och 39 % år 1985. Bland dessa företag återfinns flertalet av de företag som kan anses utgöra kärnan i svenskt näringsliv och som svarar för en betydande andel av näringslivets sysselsättning och export. Vid en samlad bedömning av koncentrationsutvecklingen i företagen bör därför dessa företag tillmätas särskild betydelse.

Vad gäller *ägarnas fördelning på ägarkategorier* visar utredningens kartläggning på en fortsatt institutionalisering. Utredningen har i samarbete med SCB genomfört en fullständig genomgång av ägandet i samtliga börsföretag avseende situationen vid årsskiftet 1985–1986 och jämfört ägarnas kategorifördelning med förhållandet vid 1970-talets slut. Det har därvid konstaterats att nedgången i den av fysiska personer direktägda andelen av börsvärdet under 1980-talets första hälft var drygt tio procentenheter. Vid årsskiftet 1985–1986 uppgick de fysiska personernas andel till omkring en fjärdedel.

Spegelbilden av den minskade andelen för fysiska personer är en ökad andel för framför allt svenska institutionella ägare, men också för utländska ägare. Den kategori institutionella ägare som uppvisade den mest markanta andelsmässiga förändringen under perioden var de skattesubventionerade aktiefonderna. Dessa tillkom under perioden och innehade vid utgången av år 1985 drygt 5 % av börsvärdet. Investmentföretagens andel ökade något och uppgick år 1985 till omkring 16 %, medan försäkringsföretagens andel minskade med ett par procentenheter till omkring 11 %.

Som en särskild kategori institutionella ägare kan fjärde AP-fonden och löntagarfonderna betraktas, vilka har tillkommit efter beslut från riksdagens sida. Fjärde AP-fondens andel av börsvärdet var i stort sett densamma vid periodens slut som vid dess början, drygt 2 %, och löntagarfondernas andel var knappt 1 %.

Den i ett inflytandeperspektiv mest markanta förskjutningen i börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier är emellertid inte hänförlig till institutioner som har till uppgift att förmedla sparade medel till investeringar i näringslivet, utan till icke-finansiella börsföretags innehav av aktier i andra börsföretag.

Utredningens kartläggning visar att börsnoterade icke-finansiella företag vid utgången av år 1985 innehade aktier motsvarande drygt 9 % av det totala börsvärdet, vilket var en mer än dubbelt så stor andel som år 1978. Till skillnad från de skattesubventionerade aktiefonderna, vilka också ökade sin andel av börsvärdet kraftigt, var de icke-finansiella företagens ökade andel till övervägande del en följd av att företagen förvärvade stora och från inflytandesynpunkt betydelsefulla andelar i andra företag. Icke-finansiella företag kom under perioden i allt större utsträckning att ta över fysiska personers roll som kontrollerande ägare i enskilda företag.

En tilltagande internationalisering av aktiemarknaden under perioden återspeglades i en fördubbling av den utlandsägda andelen av börsvärdet, från 4 % år 1978 till omkring 8 % år 1985.

I korthet pekar utredningens undersökning på följande större förändringar i börsvärdets fördelning på ägarkategorier under perioden 1979–1985

- en minskad andel för svenska fysiska personer
- en ökad andel för svenska juridiska personer, framför allt aktiespar- och allemansfonder samt icke-finansiella företag
- en ökad andel för utländska ägare.

Den senaste tidpunkt för vilken fullständiga och tillförlitliga uppgifter om ägar- och inflytandestrukturen i samtliga storföretag funnits att tillgå och kunnat beaktas i utredningens arbete är årsskiftet 1985–1986. För de storföretag som också är aktiemarknadsföretag har emellertid uppgifter kunnat inhämtas om antalet ägare och koncentrationsutvecklingen fram till våren 1988. Därutöver har SCB till utredningen kunnat redovisa preliminära uppgifter om börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier vid årsskiftet 1987–1988. Det kan på basis av dessa uppgifter konstateras att den beskrivning av koncentrations- och kategoriutvecklingen i storföretagen som utredningen redovisat för perioden 1978–1985 är giltig även vid beaktande av utvecklingen fram till år 1988. I vissa avseenden blir de iakttagna tendenserna något starkare i det längre tidsperspektivet.

Nära förknippad med koncentrationsutvecklingen i de enskilda företagen är den under perioden ökade förekomsten av *kontrollägarskiften*. Utredningen har kartlagt samtliga kontrollägarskiften fr.o.m. år 1978 bland de 90 storföretag som då återfanns på aktiemarknaden. Kartläggningen visar att närmare hälften av dessa företag hade en ny kontrollerande ägare år 1988 och att dessa kontrollägarskiften i stor och ökande utsträckning kom till stånd genom offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden. Bland kontrollägarskiften av detta slag under perioden märks bl. a. Electrolux köp av Gränges år 1980, Volvos köp av Beijerinvest 1981, Bofors köp av Kema Nobel 1984, Trelleborgs köp av Boliden 1987 och Nordstjernans köp av ABV 1988. Bland företag som under perioden erhöll nya kontrollerande ägare utan att bli föremål för uppköp kan nämnas Bofors, Munksjö och Sandvik.

Utredningen erhöll i maj 1988 tilläggsdirektiv att studera ett tiotal större företagsförvärv i svenskt näringsliv. Inom ramen för dessa studier kommer utredningen att mer detaljerat belysa drivkrafterna bakom och effekterna av kontrollägarskiften och företagsuppköp. Detta arbete skall vara avslutat vid halvårsskiftet 1989.

Ett inslag i de svenska storföretagens ägarstruktur som under senare år ägnats betydande intresse i debatten och som i viss utsträckning kan betraktas som en reaktion på den ökade förekomsten av kontrollägarskiften och företagsuppköp är *ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande*, även kallat korsvist ägande.

Utredningen presenterade vid årsskiftet 1985–1986 en kartläggning av ömsesidigt och cirkulärt aktieägande bland svenska börsföretag. Vid en förnyad kartläggning våren 1988 har utredningen kunnat konstatera en viss nedgång i antalet ägarsamband av detta slag. Alltjämt är emellertid ömsesidigt och cirkulärt aktieägande förhållandevis vanligt bland aktiemarknadsföretagen. Våren 1988 förekom det mellan aktiemarknadsföretag 26 fall av ömsesidigt ägande där företagen innehade minst två procent av varandras aktiekapital eller röstetal. I genomsnitt uppgick röstandelen i dessa samband till 14 %. Därtill skall läggas flera fall av cirkulärt ägande bland aktiemarknadsföretagen samt ett inte obetydligt antal såväl ömsesidiga som cirkulära ägarsamband mellan aktiemarknadsföretag och företag utanför aktiemarknaden. Den förnyade kartläggningen ger också vid handen att några av de företag som i större utsträckning än andra använde sig av ömsesidigt och cirkulärt ägande vid årsskiftet 1985–1986 i minst lika stor utsträckning gjorde det våren 1988. Bland dessa företag återfinns några av landets allra största företag.

Inom gruppen privatägda svenska storföretag finns också ett stort antal företag som står utanför aktiemarknaden. Med enstaka undantag är dessa företag väsentligt mindre än storföretagen på aktiemarknaden. Ägarförhållandena i de privatägda storföretagen utanför aktiemarknaden medger inte en meningsfull statistisk analys av ägarkoncentrationen eller ägarkategorifördelningen. Det kan konstateras att ägar- och inflytandestrukturen i dessa företag inte på något avgörande sätt förändrades under den studerade perioden. Flertalet av företagen hade färre än tio ägare och i närmare hälften av dem innehade en ägare 90 % eller mer av röstetalet. I det senare fallet var företagen som regel familjekontrollerade.

Utredningen har också studerat ägar- och inflytandestrukturen på en mer övergripande nivå och kartlagt förekomsten av *ägare med inflytande i flera företag*. Det har därvid konstaterats att ett begränsat antal ägare kontrollerar stora delar av produktion och sysselsättning i den privatägda delen av svenskt näringsliv. Släkten Wallenberg har under flera decennier varit den i särklass största ägaren i detta avseende, närmast följd av Svenska Handelsbanks-gruppen. Betydande förändringar präglar däremot övriga stora ägares inflytandepositioner. Många av dem som för ett tiotal år sedan var betydelsefulla ägare har sedan dess förlorat sitt inflytande, medan andra ägare och ägargrupper trätt i deras ställe. Bland de ägare som på detta sätt försvunnit märks exempelvis släkterna Broström, Kockum och Salér och bland tillkomna ägare kan nämnas Anders Wall, Erik Penser och familjen Lundberg. Som nya och mycket stora ägare har under senare år också framträtt icke-finansiella företag.

Det gäller framför allt företagen Volvo och Skanska, vilka till följd av omfattande ömsesidiga och cirkulära ägarsamband själva saknar egna kontrollerande ägare. Flera tecken tyder på att ägarkoncentrationen i näringslivet på denna övergripande nivå ökat. Det är dock enligt utredningens mening inte möjligt att beskriva en sådan utveckling i ett sammanfattande koncentrationsmått.

Avslutningsvis har utredningen i sin kartläggning konstaterat ett ökat bruk av finansiella instrument med anknytning till aktiemarknaden såsom konvertibla skuldebrev, optionsbevis förenade med rätt till nyteckning och konvertibla vinstandelsbevis. Den totala mängden utestående finansiella instrument av dessa slag hösten 1988 skulle, om samtliga konverteringslån omvandlades till aktier och samtliga optionsrätter utnyttjades, ge aktiemarknadsföretagen ett riskkapitaltillskott på drygt 28 miljarder kronor. I flera företag kan därigenom betydande förändringar också uppkomma i ägar- och inflytandestrukturen.

5 Ägande och inflytande i utländskt näringsliv

5.1 Inledning

Tidigare kapitel har ur olika synvinklar beskrivit ägar- och inflytandestrukturen i det svenska näringslivet. På en detaljerad nivå är denna struktur givetvis unik för Sverige, liksom ägar- och inflytandestrukturen i varje annat land. Det hindrar emellertid inte att vissa av de förhållanden och utvecklingstendenser som kännetecknar den svenska strukturen har sin motsvarighet i andra länder. I syfte att underlätta tolkningen av svenska data, men också för att skapa en referensram till de utländska studier av ägande och inflytande som diskuteras i betänkandets avslutande kapitel, har utredningen därför funnit det lämpligt att översiktligt undersöka och redovisa ägar- och inflytandestrukturens utseende i vissa andra länders näringsliv.

På utredningens uppdrag har forskare utarbetat rapporter om förhållandena i dels de nordiska länderna Norge, Danmark och Finland, dels Frankrike, Förbundsrepubliken Tyskland, Storbritannien, Förenta staterna och Japan.¹ Expertrapporterna grundas i stor utsträckning på sekundärdata i form av tidigare utförda undersökningar, vilkas uppläggning och inriktning endast undantagsvis överensstämmer. Tillgången på uppgifter om ägar- och inflytandestrukturen varierar väsentligt mellan olika länder och de uppgifter som finns att tillgå är ofta behäftade med betydande osäkerhet. Föreliggande kapitel bör därför i första hand ses som en redovisning av vissa likheter och skillnader mellan de studerade länderna och endast i andra hand som en detaljerad beskrivning av förhållandena i de enskilda länderna.

Det förtjänar också att understrykas att de studerade ländernas ekonomier skiljer sig väsentligt åt med avseende på såväl storlek som näringslivsstruktur. Som exempel kan nämnas att den amerikanska bruttonational-

¹Rapporterna har utarbetats av Ole Berrefjord och Svenn-Åge Dahl (Norge), Peter Brixtofte (Danmark), Pekka Spolander (Finland), Erik Berglöf (Förbundsrepubliken Tyskland, Förenta staterna och Japan), Ingemund Hägg (Frankrike) samt Ingemund Hägg och Erik Hörnell (Storbritannien). För referenser till de undersökningar som legat till grund för expertrapporterna hänvisas till respektive rapport. Rapporterna rörande de nordiska länderna publiceras som bilaga 9–11 till utredningens betänkande. Rapporterna rörande Förbundsrepubliken Tyskland, Förenta staterna och Japan har utgjort underlag till bilaga 12. Rapporterna rörande Frankrike och Storbritannien finns utgivna på SNS förslag.

produkten är större än den sammanlagda produktionen i samtliga övriga studerade länder och att närmare hälften av västvärldens 200 omsättningsmässigt största företag är amerikanska. Den svenska ekonomin är störst i Norden, men väsentligt mindre än ekonomierna i de studerade länderna utanför Norden. Trots ett betydande antal internationellt verksamma koncerner i relation till den svenska ekonomins storlek återfinns endast en handfull av västvärldens 200 största företag i Sverige. De studerade länderna uppvisar även betydande olikheter i fråga om exempelvis politiska och kulturella förhållanden, vilket givetvis måste beaktas vid en diskussion om orsaker till och effekter av skillnader i ägar- och inflytandestruktur mellan länderna.

Kapitlet är disponerat så att ägar- och inflytandestrukturen i de nordiska ländernas näringsliv behandlas i avsnitt 5.2, medan förhållandena i länderna utanför Norden redovisas i avsnitt 5.3. Kapitlet avslutas med en sammanfattning i avsnitt 5.4. Framställningen ansluter till tidigare kapitel genom att beskrivningsvariablerna i möjlig mån överensstämmer med de variabler som utnyttjats vid beskrivningen av ägar- och inflytandeförhållandena i det svenska näringslivet. Efter vissa grundläggande uppgifter om ekonomin och aktiemarknaden i respektive land redovisas således börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier, ägar- och inflytandekoncentrationen i enskilda företag samt ägar- och inflytandestrukturen i näringslivet som helhet. Mot bakgrund av att utredningens direktiv särskilt uppmärksammar förekomsten av aktieslag med skilda röstvärden och ömsesidigt aktieäggande, redovisas därefter dessa ägarkonstruktioners utbredning i de olika ländernas näringsliv.² Avslutningsvis presenteras uppgifter om förekomsten av kontrollägarskiftet och företagsuppköp.

5.2 Ägande och inflytande i de nordiska ländernas näringsliv

5.2.1 Norge

Den norska ekonomin är ungefär hälften så stor som den svenska. Bruttonationalprodukten uppgick år 1986 till omkring 500 miljarder svenska kronor, varav exporten svarade för drygt en fjärdedel. Av det samlade produktionsvärdet härrörde omkring 45 % från gruv- och tillverkningsindustrin, vilken även inkluderar petroleum- och gasindustrin. Den totala sysselsättningen uppgick till 2 miljoner anställda och av dessa återfanns drygt en fjärdedel inom industrin.³ Norges sysselsättningsmässigt största företag var

²För en utförlig redovisning av de associationsrättsliga reglerna rörande ömsesidigt och cirkulärt ägande i de olika länderna hänvisas till Skog, R., Ömsesidigt aktieäggande och aktiebolagslagens regler om förvärv och innehav av egna aktier, bilaga 1 till betänkandet.

³Produktions- och sysselsättningsuppgifter för respektive land är hämtade från OECD-statistik.

samma år Norsk Hydro med drygt 26 000 anställda, varav hälften var verksamma i Norge.

Den norska staten är näringslivets största enskilda aktör. Den samlade omsättningen i de fem största statligt ägda företagen exklusive de affärsdrivande verken, var år 1985 nästan sex gånger så stor som i de fem största privatägda företagen. Denna dominans förklaras till stor del av att staten ensam äger det omsättningsmässigt största företaget, Statoil, samt ytterligare ett antal storföretag som Kongsbergs Våpenfabrikk och Raufoss Amunisjonsfabrikker. Bland de företag i vilka staten inte är ensam ägare men har betydande andelar kan nämnas Norsk Hydro. Staten äger 51 % av aktiestocken Norsk Hydro.

Den norska aktiemarknaden är väsentligt mindre än den svenska och karakteriserades länge av en låg aktivitetsnivå. I likhet med vad som varit fallet i många andra länder har emellertid aktiviteten ökat väsentligt under de senaste åren. Vid fondbörsen i Oslo bedrevs år 1986 handel med aktier i omkring 150 företag och det totala börsvärdet uppgick vid utgången av året till omkring 70 miljarder svenska kronor. Under året omsattes närmare 40 % av det totala börsvärdet.

För utredningens räkning har en undersökning genomförts av ägarförhållandena år 1986 i Norges 250 största aktiebolag, av vilka en knapp fjärdedel hade aktier inregistrerade vid Oslo fondbörs. Resultaten av denna undersökning har jämförts med en likartad studie avseende år 1978 utförd av den norska s.k. maktutredningen. Undersökningen, som avser aktieinnehav motsvarande minst 0,5 % av aktiekapitalet, visar att det genomsnittliga antalet ägare per företag med aktieinnehav av denna storleksordning minskade från 11 till 8 under perioden samtidigt som de registrerade innehavens genomsnittliga storlek ökade från 8 % till 12 % av aktiekapitalet. Undersökningen visar också att andelen företag med endast en ägare fördubblades under perioden, från 16 % till 32 %.

Av undersökningen framgår vidare att de juridiska personernas genomsnittliga andel av aktiekapitalet, med undantag för ett fåtal branscher, ökade under perioden. År 1978 innehade juridiska personer aktier motsvarande i genomsnitt minst 63 % av aktiekapitalet i de studerade företagen. Åtta år senare var denna andel minst 75 %. Den genomsnittliga storleken på dessa aktieinnehav uttryckt som andel av aktiekapitalet var år 1986, för juridiska personer närmare 15 % och för fysiska personer drygt 6 %. Som framgår av tabell 5:1 nedan innebär det en ökning för båda kategorierna jämfört med år 1978. Möjligheten att jämföra dessa resultat med tidigare redovisade uppgifter avseende Sverige är emellertid begränsad, enär de norska undersökningarna även inbegriper dotterföretag. I förhållande till de svenska resultaten innebär det en överskattning av i första hand de icke-finansiella företagens andel.

Sammanfattningsvis konstateras i undersökningen att de största ägarnas inflytande i de norska storföretagen ökade väsentligt mellan år 1978 och år 1986. Inom den genomsnittligt sett ökade koncentrationen ryms emellertid enligt undersökningen två delvis motstridiga tendenser. Bland de studerade

Tabell 5:1 Aktieinnehavens genomsnittliga storlek i norska storföretag för fysiska och juridiska personer med innehav motsvarande 0,5 % eller mer av aktiekapitalet år 1978 respektive år 1986. Procent. (288 respektive 246 företag)

Ägarkategori	Andel av aktiekapital	
	1978	1986
Fysiska personer	4,7	6,3
Juridiska personer	10,7	14,6

företagen finns dels ett stort antal företag med en betydande och tilltagande ägarkoncentration, dels ett begränsat antal stora företag med en betydande ägarspridning. Den förra, men ej den senare, gruppen karakteriseras också av en stor och ökande andel institutionellt ägande.

När det gäller en mer detaljerad fördelning på olika ägarkategorier har utredningen haft tillgång endast till en undersökning avseende företag med aktier inregistrerade vid Oslo fondbörs åren 1984 och 1985. Som framgår av tabell 5:2 nedan innehades 38 % av börsvärdet år 1985 av ägare tillhöriga kategorin "industri", vilken inbegriper dels icke-finansiella företag, dels investmentföretag. Finansiella institutioner exklusive investmentföretag ägde tillsammans 15 %. Fysiska personers innehav motsvarade drygt 22 % av börsvärdet och utländska ägare svarade för 15 %. Statens betydelse som kapitalägare i norskt näringsliv illustreras i detta sammanhang av att den vid utgången av år 1985 ägde börsnoterade aktier till ett värde motsvarande närmare 9 % av det totala börsvärdet.

Tabell 5:2 Börsvärdet vid Oslo fondbörs lista I och II fördelat på ägarkategorier åren 1984 och 1985. Procent.

Ägarkategori	Andel av börsvärdet	
	1984	1985
Industri*	29,7	38,4
Fysiska personer	26,9	22,5
Utländska placerare	18,2	15,1
Staten	8,6	8,9
Försäkringsföretag och pensionskassor	9,0	7,5
Banker	4,9	4,7
Aktiefonder	2,2	2,3
Andra finansinstitut	0,5	0,6
Samtliga	100,0	100,0

*Inkluderar även investmentföretag.

Källa: Kreditkassen, 1986. Citerad i Berrefjord och Dahl (1988).

Liksom i Sverige kan en betydande del av den norska börsaktiestocken ägarmässigt hänföras till ett begränsat antal stora ägare. I den för utredningens räkning utförda undersökningen anges att det vid utgången av år 1985 fanns tio ägare som innehade börsaktier till ett värde om minst 1 miljard norska kronor och att dessa tillsammans förfogade över mer än en

fjärdedel av börsvärdet. En av dessa ägare var norska staten medan resterande nio i huvudsak var företag. Enligt tillgängliga uppgifter förekommer det bland dessa och andra stora ägares innehav i betydande utsträckning ask-i-askägande, medan ömsesidigt och cirkulärt aktieägande synes ha en mycket begränsad utbredning i det norska näringslivet. Bortsett från förbudet mot dotterbolags förvärv och innehav av aktier i sitt moderbolag föreligger dock, i likhet med vad som är fallet i Sverige, inte några legala hinder för sådana ägarsamband.

Den norska aktiebolagslagen föreskriver att varje aktie som huvudregel skall ha röstvärdet ett. Röstvärdesdifferenser tillåts endast under förutsättning att aktieslag med lågt röstvärde har högst 20 ägare. Från denna regel kan emellertid regeringen bevilja dispens, så att aktieslag med olika röstvärden kan emitteras även till en större ägarkrets. Utredningen har inte haft tillgång till tillförlitliga uppgifter om i vilken utsträckning sådana dispenser beviljats.

Vad slutligen gäller uppköpsaktiviteten i näringslivet konstateras i den utförda undersökningen att antalet stora transaktioner på aktiemarknaden ökat markant under de senaste åren. Omkring varannat börsföretag var under år 1986 involverat i uppköpsaffärer, antingen som köpare eller uppköpsobjekt. Enligt uppgifter i tidskriften Økonomisk Rapport bytte enskilda aktieposter, omfattande minst 10 % av aktiekapitalet, ägare i drygt 50 norska börsföretag under år 1986. I flera av dessa företag bytte de aktuella aktieposterna ägare flera gånger under året. Som särskilt aktiva köpare urskiljs i undersökningen ett trettiotal börsregistrerade och ett tjugotal icke-börsregistrerade företag.

5.2.2 Danmark

Den danska bruttonationalprodukten uppgick år 1986 till omkring 590 miljarder svenska kronor, varav 22 % kom från gruv- och tillverkningsindustrin. Värdet av den danska exporten var samma år omkring 150 miljarder svenska kronor, vilket motsvarade 25 % av bruttonationalprodukten. Av totalt 2,5 miljoner sysselsatta i den danska ekonomin år 1985 var 28 % verksamma inom tillverkningsindustrin. Det sysselsättningsmässigt största företaget var International Service System med drygt 56 000 anställda. Av dessa var dock endast en fjärdedel anställda inom landet.

Till skillnad från vad som ovan konstaterats beträffande Norge, är den danska statens roll som ägare i näringslivet begränsad. Av de 100 omsättningsmässigt största danska företagen år 1985, exklusive kommunikations- och postväsende samt finansiella institutioner, var staten dominerande ägare i endast fem företag. Bland de mer betydelsefulla kan nämnas Det Danske Luftfartsselskab som äger två sjundedelar av SAS samt det av staten helägda DONG A/S, vilket är verksamt inom gas- och petroleumbranschen.

Köpenhamns fondbörs har i likhet med övriga fondbörser i Norden expanderat kraftigt under 1980-talet. Vid utgången av år 1986 noterades på

fondbörsen aktier i omkring 250 företag och det samlade börsvärdet uppgick till 130 miljarder svenska kronor. Den registrerade omsättningen under året motsvarade drygt 10 % av detta värde. Därtill skall emellertid läggas en flerfaldigt större oregistrerad omsättning.

Det har traditionellt varit mycket svårt att få en bild av ägarförhållandena i den privatägda delen av Danmarks näringsliv. I en statlig rapport från år 1978 gjordes dock på basis av utdelningsstatistik och särstudier av dels samtliga börsföretag, dels icke-börsföretag med minst 10 miljoner kronor i aktiekapital en grov uppskattning av den totala aktiestockens fördelning på ägarkategorier. Inhemska juridiska personer uppskattades därvid inneha omkring hälften av aktiestocken, medan de fysiska personernas andel uppskattades till mellan 25 % och 28 %. Den av utländska ägare innehavda andelen beräknades ligga mellan 10 % och 20 %.

Efter en lagändring år 1981 är danska företag tvungna att förteckna ägare som innehar aktier motsvarande minst 10 % av aktiekapitalet eller röstetalet. Föresattningsarna för upprättande av ägarstatistik har därigenom förbättrats något. På basis av sådan statistik har för utredningens räkning en undersökning genomförts av ägarstrukturen år 1986 i företag vilkas aktier var inregistrerade vid Köpenhamns fondbörs. En väsentlig skillnad mellan denna undersökning och övriga i kapitlet refererade undersökningar är emellertid att mellanhandsägandet i möjlig mån eliminerats på det sättet att olika aktieposter hänförs till sina slutliga ägare. Det innebär bl. a. att icke-finansiella företag, investmentföretag och andra juridiska personer med egen ägarkrets inte förekommer som ägare i statistiken.

I undersökningen har en kartläggning gjorts av s. k. dominerande ägare, varmed så gott som undantagslöst avses ägare som innehar en majoritet av röstetalet i ett enskilt företag. Undersökningsresultaten ger vid handen att drygt 60 % av börsföretagen hade dominerande ägare år 1986, se tabell 5:3 nedan. Fysiska personer var dominerande ägare i 36 % av företagen, medan privata fonder var dominerande ägare i 12 % av företagen. Privata fonder tillsammans med ett fåtal fysiska personer betecknades som dominerande ägare i drygt 4 % av företagen, staten i knappt 2 % och utlänningar ansågs dominera ägarbilden i 6 % av företagen.

I närmare 40 % av företagen kunde någon dominerande ägare inte urskiljas. Den höga andelen förklaras främst av att de i populationen ingående bankerna uppvisade en mycket spridd ägarstruktur. Av 59 ingående banker hade endast *en* bank en dominerande ägare. Bland industriföretagen däremot hade drygt fyra femtedelar dominerande ägare och i drygt hälften av dessa var denne ägare en fysisk person.

Någon statistik över *hela* börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier finns inte. Genom att beräkna värdet av några av de större institutionernas börsaktieportföljer kan emellertid en antydning om de institutionella ägarnas betydelse erhållas. Till de största institutionella investerarna hör ATP-fonden, Lönmodtagernes Dyrtidsfond, pensionskassorna, affärs- och sparbankerna samt försäkringsföretagen. Tillsammans hade dessa institutioner vid utgången av år 1985 omkring 5 % av sina tillgångar placerade i börsakti-

Tabell 5:3 Dominerande ägare i danska börsföretag år 1986 fördelade på ägarkategorier. (231 företag)

Ägarkategori	Antal företag	Andel av företagen %
Fysisk person	84	36
Fysisk person och privat fond	10	4
Privat fond	28	12
Stat och kommun	4	2
Utlänningar	13	6
Dominerande ägare saknas	92	40
Samtliga	231	100

er. Värdet av dessa aktieinnehav motsvarade drygt en fjärdedel av det totala börsvärdet vid Köpenhamns fondbörs. För att få en bild av de juridiska personernas totala andel av börsaktiestocken skall därtill läggas de privata fondernas och de icke-finansiella företagens innehav av aktier.

I likhet med förhållandet i Sverige är det även för danska företag tillåtet att emittera aktieslag med olika röstvärden med en högsta röstvärdesskillnad motsvarande 1 till 10. När det gäller bruket av röstvärdesskillnader bland de danska börsföretagen har utredningen haft tillgång till endast ofullständiga uppgifter avseende enbart icke-finansiella företag. På basis av dessa kan emellertid konstateras att en majoritet av de icke-finansiella börsföretagen i Danmark hade utelöpande aktieslag med olika röstvärden år 1986.

Även i fråga om ömsesidigt aktieäggande stämmer den danska regleringen överens med den svenska. Ägarsamband av detta slag synes dock vara mycket ovanliga i det danska näringslivet.

Utredningen har inte haft tillgång till tillförlitliga uppgifter om kontrollägarskiften eller företagsuppköp i det danska näringslivet.

5.2.3 Finland

Den finländska ekonomin är, räknat i bruttonationalprodukt, jämförbar med den norska. Värdet av den samlade produktionen uppgick år 1986 till omkring 500 miljarder svenska kronor med en exportandel motsvarande 23 %. Av totalt 2,4 miljoner sysselsatta var närmare en tredjedel verkssamma inom industrin, vilken svarade för omkring 37 % av bruttonationalprodukten. Finlands sysselsättningsmässigt största privatägda företag var konglomeratet Nokia med närmare 28 000 anställda, varav fler än tre fjärdedelar var sysselsatta i Finland.

Liksom i flera andra länder är det statliga ägandet i Finland koncentrerat till basnäringarna. Endast 19 av landets 300 omsättningsmässigt största företag var statligt ägda år 1985, men dessa svarade tillsammans för en femtedel av företagens samlade omsättning.

Vid utgången av år 1986 noterades vid Helsingfors fondbörs aktier i

endast 50 företag och börsvärdet uppgick till knappt 80 miljarder svenska kronor. Omsättningen motsvarade under samma år omkring 15 % av värdet, vilket gjorde Helsingforsbörsen till den omsättningsmässigt minsta av de studerade ländernas fondbörser år 1986.

Ägarförhållandena i näringslivet har i Finland ägnats relativt liten uppmärksamhet och någon tillförlitlig statistik föreligger inte. Det senare förklaras bl. a. av att den som förvärvar aktier i Finland inte är skyldig att registrera sitt aktieinnehav i företagets aktiebok. Registrering är dock en förutsättning för att rösträtt skall kunna utövas vid bolagsstämman, varför större innehav som regel återfinns i aktieboken. Det finns dock anledning till viss försiktighet vid analys av den statistik som framkommer på basis av aktieböckerna.

För utredningens räkning har en undersökning genomförts av ägarstrukturen i de finländska börsföretagen. Vad först gäller ägarnas fördelning på kategorier konstateras därvid att juridiska personer vid utgången av år 1986 innehade mer än 60 % av börsföretagens sammanlagda aktiestock. Störst bland de juridiska personerna var icke-finansiella företag, vilkas andel uppgick till 17 %. Den största enskilda ägarkategorin var dock fysiska personer som innehade en andel på 37 %, se tabell 5:4 nedan. Liksom i den ovan refererade norska undersökningen ingår även i den finländska studien dotterföretag i populationen. Totalt är det emellertid endast fråga om tre dotterföretag, varför resultaten i viss utsträckning kan jämföras med uppgifterna beträffande Sverige. Jämförelsen försvåras dock av att den finländska studien avser aktiestockens nominella värde, medan uppgifterna för Sverige och övriga länder avser börsvärde.

Tabell 5:4 Det nominella värdet av de finländska börsföretagens sammanlagda aktiestock fördelat på ägarkategorier år 1986. Procent.

Ägarkategori	Andel av det sammanlagda nominella aktiekapitalet
Fysiska personer	36,8
Banker	10,0
Försäkringsföretag	13,5
Fonder och föreningar	14,1
Företag	16,7
Övriga ^a	8,9
Samtliga	100,0

^a Avser bl. a. staten, Finlands bank, Folkpensionsanstalten och ett antal utländska ägare.

Källa: Kansallis-Osake-Pankki. Citerad i Spolander (1988).

Börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier karakteriseras i Finland liksom i Sverige och många andra länder av en ökande andel institutionellt ägande. Enligt en undersökning utförd av utredningsinstitutet ETLA i Helsingfors sjönk de fysiska personernas direktägda andel med omkring

15 procentenheter mellan år 1958 och år 1985. Utvecklingen illustreras i diagram 5:1 nedan.

Diagram 5:1 Fysiska personers andel av det nominella värdet på de finländska börs-noterade företagens sammanlagda aktiestock åren 1958–1985.



I den för utredningen genomförda undersökningen har en fördelning på ägarkategorier också gjorts av de röstmässigt största ägarna i börsföretagen. Som framgår av tabell 5:5 nedan var en fysisk person största röstinnehavare i endast 2 av 48 studerade börsföretag år 1986, medan en juridisk person innehade den största röstandelen i 46 av företagen. I 20 av dessa företag innehades den största röstandelen av ett annat företag. Två typer av institutionella ägare som sällan respektive aldrig är största röstinnehavare i svenska företag är försäkringsföretag och banker. I Finland däremot innehade dessa ägarkategorier den största röstandelen i närmare en tredjedel av börsföretagen. Efter en lagändring våren 1987 tillåts banker äga aktier motsvarande högst 10 % av röstetalet i andra företag, medan försäkringsföretag tillåts inneha högst 20 % av röstetalet. Vid tidpunkten för den redovisade undersökningen var emellertid gränserna 20 % respektive 50 %.

Tabell 5:5 Röstmässigt största ägare i finländska företag med aktier noterade vid Helsingfors fondbörs fördelade på ägarkategorier år 1986. (48 företag)

Ägarkategori	Antal företag	Andel av företagen %
Fysisk person	2	4,2
Bank	6	12,5
Försäkringsföretag	9	18,7
Fond eller förening	8	16,7
Företag	20	41,7
Övriga	3	6,2
Samtliga	48	100,0

Källa: Kansallis-Osake-Pankki. Citerad i Spolander (1988).

Vad gäller koncentrationen i de enskilda företagens ägar- och inflytande-struktur konstateras vidare i undersökningen att den röstandelsmässigt största ägaren innehade mer än 10 % av det totala röstetalet i tre fjärdedelar av företagen. I 10 av de 48 företagen innehade den största ägaren mer än halva röstetalet, se tabell 5:6 nedan.

Tabell 5:6 Den största ägarens andel av röstetalet i finländska företag med aktier inregistrerade vid Helsingfors fondbörs år 1986. (48 företag)

Andel av röstetalet %	Antal företag	Andel av företagen %
$x \leq 5$	5	10,4
$5 < x \leq 10$	9	18,9
$10 < x \leq 20$	15	31,2
$20 < x \leq 50$	9	18,8
$50 < x$	10	20,8
	48	100,0

Källa: Kansallis-Osake-Pankki. Citerad i Spolander (1988).

Trots att banker år 1985 innehade endast 8 % av det samlade aktiekapitalet vid Helsingfors fondbörs brukar bankernas inflytande i Finlands näringsliv betecknas som relativt betydande. I ett inflytandeperspektiv brukar finländska företag ofta hänföras till någon av de två stora bankerna Kansallis-Osake-Pankki (KOP) eller Föreningsbanken i Finland (FBF). Av 31 industriföretag med aktier noterade på fondbörsen brukar 7 hänföras till KOP-gruppen och 11 till FBF-gruppen. Varje affärsbank har också ett försäkringsinstitut med vilket den samarbetar. Såväl banker som försäkringsinstitut har vanligen styrelserepresentanter i de företag som anses tillhöra den egna gruppen.

Den finländska aktiebolagslagen tillåter, i likhet med den svenska, att företagen emitterar aktieslag med olika röstvärden. Skillnaden i röstvärde får dock vara större än i Sverige, nämligen 1 till 20. Omkring två tredjedelar av de börsnoterade företagen hade år 1986 aktieslag med olika röstvärden, vanligen med skillnaden 1 till 10 eller 1 till 20.

När det gäller ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande framgår av en undersökning avseende situationen vid slutet av år 1986 att vart sjätte av de 75 största finländska företagen var involverat i denna typ av ägarsamband med innehav överstigande 2 % av aktiekapitalet eller röstetalet. Dock motsvarade endast fyra innehav mer än 10 % av röstetalet. Begränsas redovisningen till enbart börsföretag framgår att endast fem av dessa var involverade i ömsesidigt ägande med varandra.

Under år 1985 och år 1986 förekom i Finlands näringsliv en efter finländska förhållanden relativt livlig uppköpsverksamhet med flera större företag inblandade. Enligt tillgängliga uppgifter köptes tio börsföretag upp av andra börsföretag under år 1986.

5.3 Ägande och inflytande i vissa länder utom Norden

5.3.1 Frankrike

Den franska ekonomin är omkring fem gånger så stor som den svenska. Bruttonationalprodukten uppgick år 1986 till närmare 5 200 miljarder svenska kronor och antalet sysselsatta till knappt 21 miljoner. Av dessa var 31 % sysselsatta inom industrin. Värdet av den franska exporten motsvarade samma år 17 % av bruttonationalprodukten. Frankrikes sysselsättningsmässigt största tillverkningsföretag, Renault, hade år 1985 omkring 200 000 anställda och var således i detta avseende dubbelt så stort som det största svenska företaget. Det tionde största företaget, Pêchiney, hade 48 000 anställda.

Franska staten har traditionellt haft ett relativt starkt inflytande i näringslivet. I samband med andra världskrigets slut liksom efter den socialistiska valsegern år 1981 genomfördes omfattande nationaliseringar dels inom industrin, dels inom bank- och försäkringsväsendet. Sju av de tio största bankerna var vid utgången av år 1982 statligt ägda. Av de tio sysselsättningsmässigt största företagen år 1985 var nio statligt ägda med tillsammans drygt 1 miljon anställda. Efter regeringsskiftet år 1986 deklarerade emellertid den liberalkonservativa regeringen att den, inom ramen för ett s.k. privatiseringsprogram, hade för avsikt att avyttra sammanlagt 65 statliga icke-finansiella företag och banker. Vid mitten av år 1987 hade programmet resulterat i att 13 stora banker och icke-finansiella företag övergått från statlig till privat ägo. Bland dessa märks industriföretaget Saint Gobain och den finansiella gruppen Paribas. Den socialistiska regering som tillträdde våren 1988 har förklarat att den inte avser att fullfölja privatiseringsprogrammet, men att en viss del av aktiestocken i olika statliga företag kan komma att avyttras till privata intressen. Staten skall dock i dessa fall behålla en majoritet av aktierna.

Aktiemarknaden i Frankrike är liten i förhållande till ekonomins storlek och domineras helt av Paris-börsen. Vid sidan av denna finns dock sex mindre, regionala, fondbörser. Under en följd av år har antalet företag med aktier inregistrerade vid Paris-börsen successivt minskat, vilket delvis beror på ett betydande antal fusioner bland börsföretagen. År 1986 noterades aktier i omkring 500 företag med ett sammanlagt börsvärde på omkring 1 000 miljarder svenska kronor. Årsomsättningen motsvarade samma år drygt en tredjedel av börsvärdet.

I likhet med vad som varit fallet i övriga studerade länder har det institutionella ägandet ökat även i Frankrike. Bortsett från bankernas aktieinnehav ökade, enligt tillgängliga uppgifter, de finansiella institutionernas andel av börsvärdet under perioden 1966–1982 från knappt 12 % till drygt 24 %, se tabell 5:7 nedan. Ökningen föll i det närmaste helt på försäkringsföretag och aktiefonder. För andra ägarkategorier än de finansiella institutionerna är uppgifter som visar utvecklingen över tiden mycket osäkra.

Undersökningar utförda av Banque de France visar att fysiska personers direktägda andel av börsvärdet sjönk från omkring 50 % år 1979 till omkring 45 % år 1984. De icke-finansiella företagens andel ökade under samma period från omkring 20 % till omkring 25 %. Den utlandsägda andelen uppskattas till drygt 5 %.

Tabell 5:7 Finansiella institutioners andel av den franska börsaktiestocken åren 1966–1984. Procent.

Ägarkategori	Andel av börsvärdet					
	1966	1976	1980	1981	1983	1984
Caisse des dépôts	1,1	2,5	2,0	1,9	1,8	1,8
Försäkringsinstitutioner	6,4	9,8	10,0	11,0	11,4	10,5
Pensionsstiftelser	1,9	2,1	2,7	2,2	2,1	2,1
Aktiefonder	2,3	2,8	5,6	6,9	8,2	10,0
Samtliga	11,7	17,2	20,3	22,0	23,5	24,4

Källa: Société d'Etudes pour le Développement Economique et Social (SEDES), Banque de France, Commission des Opérations de Bourse. Citerad i Hägg (1987).

I en annan undersökning, publicerad av Paris-börsen, anges den av fysiska personer direktägda andelen till mellan 36 % och 38 % år 1979. I samma undersökning är de finansiella institutionernas andel 20 %, de icke-finansiella företagens andel mellan 22 % och 24 % och den utlandsägda andelen 16 %.

Tillgängliga uppgifter tyder på att ägandet på företagsnivå är relativt starkt koncentrerat i franskt näringsliv. Av de tio sysselsättningsmässigt största franska företagen år 1985 var nio statligt ägda och ett företag, Peugeot, familjekontrollerat. Av de 500 största företagen vid 1980-talets början var hälften majoritetskontrollerade i den bemärkelsen att *en* ägare innehade minst 50 % av aktierna i företaget. I de 245 företag där majoritetsägande förelåg innehades denna majoritet i 94 fall av franska fysiska personer, i 88 fall av utländska ägare och i 40 fall av franska staten. Uppgifter har inte funnits att tillgå beträffande ägarkoncentrationen i endast börsföretagen och inte heller beträffande koncentrationens utveckling över tiden.

Ett för det franska näringslivet karakteristiskt drag är förekomsten av finansiella och industriella grupper som hålls samman genom bl. a. ask-i-askäggande samt ömsesidigt och cirkulärt ägande. Störst bland de finansiella grupperna är Suez och Paribas och bland de industriella grupperna märks Rhone-Poulenc, Peugeot-Citroen och Michelin. Inom dessa grupper förekommer också styrelsesamband.

Den franska aktiebolagslagen har sedan 1940-talet starkt begränsat möjligheten till ömsesidigt ägande. Innehar ett företag 10 % eller mer av aktiestocken i ett annat företag tillåts det sistnämnda företaget inte förvärva aktier i det förstnämnda. Det ömsesidiga ägandet i de finansiella och industriella grupperna baseras därför i stor utsträckning på röstandels-

mässigt begränsade innehav. I syfte att förhindra uppkomsten av s. k. självkontrollerande bolag – i meningen att sittande styrelse och ledning uppnår kontroll över beslutsfattandet vid den egna bolagsstämman – infördes år 1985 också restriktioner för cirkulärt aktieägande. Innebörden av dessa restriktioner kan i korthet beskrivas på följande sätt. Om ett aktiebolag, A, genom aktieägande kontrollerar ett annat aktiebolag, B, som i sin tur kontrollerar ett tredje bolag, C, vilket äger aktier i A, tillåts C utöva rösträtt för högst 10 % av det vid stämman företrädde antalet aktier i A. En närmare beskrivning av dessa regler återfinns i bilaga 1 till betänkandet.

Franska företag är också förbjudna att emittera aktieslag med olika röstvärden. Huvudregeln är att röstandelen skall vara proportionell mot kapitalandelen. Från denna regel görs emellertid det undantaget, att företagen i bolagsordningen kan föreskriva att ägare som innehaft sina aktier två år eller längre tid skall tilldelas ett dubbel röstvärde för dessa aktier. Enligt tillgängliga uppgifter har dock företagen endast i begränsad utsträckning använt sig av denna möjlighet.

Fusioner och uppköp har varit ett vanligt inslag i det franska näringslivet under hela efterkrigstiden, inte minst bland de största företagen. I allt väsentligt torde dessa affärer ha genomförts efter förhandlingar mellan de inblandade företagen, medan uppköp i form av offentliga bud riktade direkt till ägarna varit betydligt ovanligare. Under åren 1966–1978 skedde endast ett hundratal uppköp av franska företag genom offentliga bud, varav en fjärdedel på utländskt initiativ. Under 1980-talets första år var antalet uppköp ännu färre. Under de senaste åren har emellertid en markant förändring ägt rum i detta avseende och uppköpsaktiviteten, framför allt i form av offentliga bud, har ökat kraftigt. Inte minst utländska företag har i detta avseende varit aktiva på den franska aktiemarknaden. Som en följd av den ökade uppköpsaktiviteten har franska företag under den senaste tiden också i tilltagande utsträckning vidtagit åtgärder för att försvara sig mot oönskade ägarskiften.

5.3.2 Förbundsrepubliken Tyskland

I Förbundsrepubliken Tyskland uppgick bruttonationalprodukten år 1986 till närmare 6 400 miljarder svenska kronor och det totala antalet sysselsatta till drygt 25 miljoner, varav 41 % var verksamma inom industrin. Exporten motsvarade samma år 27 % av landets bruttonationalprodukt. Det största tillverkningsföretaget, Siemens, sysselsatte år 1985 omkring 350 000 personer och det tionde största, Mannesmann, drygt 100 000 personer.

Vid en beskrivning av ägarstrukturen i det västtyska näringslivet skall inledningsvis noteras att aktiebolagsformen har en mindre framträdande ställning i Förbundsrepubliken Tyskland än i många andra länder. Av de 100 omsättningsmässigt största västtyska företagen år 1982 var endast 66 företag aktiebolag, Aktiengesellschaft. Av resterande 34 företag drevs 22 i form av kommanditbolag eller den särskilda bolagsformen GmbH. Endast för aktier existerar en organiserad andrahandsmarknad.

Det statliga ägandet är i den västtyska industrin som helhet begränsat, men betydande i vissa företag. Staten ägde år 1982 drygt 30 % av aktierna i tre av de tio största västtyska aktiebolagen. Statens ägarintressen omfattar främst företag inom gruv-, metall-, kraft- och verkstadsindustrin. Den nuvarande regeringen har emellertid aviserat att flera av de stora statligt ägda företagen skall avyttras till privata intressen.

Även den västtyska aktiemarknaden är liten i förhållande till ekonomins storlek och aktiviteten på börsen var länge låg. Aktiviteten har dock ökat markant under de senaste åren. Handel med aktier i 450 företag förekommer på åtta oberoende fondbörser av vilka börserna i Frankfurt och Düsseldorf svarar för 50 % respektive 25 % av omsättningen. De åtta fondbörsernas sammanlagda marknadsvärde uppgick år 1986 till omkring 1 700 miljarder svenska kronor och årsomsättningen motsvarade 55 % av marknadsvärdet.

I likhet med vad ovan sagts beträffande Frankrike synes de fysiska personernas direktägda andel av den västtyska börsaktiestocken ha minskat över tiden. Utredningen har inte haft tillgång till tillförlitlig statistik avseende hela börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier. En studie omfattande samtliga majoritetsaktieposter i börsföretagen visar dock en tydlig andelsmässig tillbakagång för fysiska personer som kontrollägare. År 1963 svarade fysiska personer för 48 % av alla majoritetsinnehav, medan denna andel år 1983 minskat till 35 %. Ökningen i de juridiska personernas innehav kan i första hand tillskrivas banker, vilkas andel ökade från 8 % till 12 % och icke-finansiella företag som ökade från 12 % till 17 %.

År 1983 var två tredjedelar av de västtyska börsföretagen majoritetskontrollerade i den meningen att *en* ägare innehade minst 50 % av aktiestocken. Ytterligare en fjärdedel av företagen hade en eller flera ägare med innehav motsvarande minst 25 % av aktiestocken. De majoritetskontrollerade företagen var genomsnittligt mindre än de företag som inte hade majoritetsägare.

Undersökningar visar att den största ägarens aktieinnehav i de börsnoterade västtyska företagen tenderat att öka något över tiden samtidigt som andelen majoritetskontrollerade börsföretag ökat. År 1963 var 56 % av börsföretagen majoritetskontrollerade. Denna andel hade år 1983 ökat till 66 %.

En förskjutning har även ägt rum mellan olika kategorier majoritetsägare. I närmare hälften av de börsföretag som år 1963 hade majoritetsägare var denna en familj. De fysiska personernas andel av majoritetsinnehaven hade dock sjunkit till drygt en tredjedel år 1983. Under samma period blev det i stället vanligare att banker och icke-finansiella företag förekom som majoritetsägare.

Ett utmärkande drag i det västtyska näringslivet är bankernas centrala ställning och i den mån olika inflytandesfärer kan sägas existera är dessa uppbyggda kring de största bankerna. Denna roll tillkommer bankerna delvis till följd av deras stora betydelse som kreditförmedlare, men också till följd av deras ägande i näringslivet. Som framgått ovan svarade banker för

12 % av det sammanlagda antalet majoritetsinnehav i de västtyska börsföretagen år 1983. Bankerna är också stora förvaltare av andra ägares aktieinnehav och kan i betydande utsträckning utöva rösträtt för dessa aktier. Det är också vanligt att banker, i likhet med försäkringsföretag, har styrelserepresentation i andra företag. Bankerna karakteriseras i sin tur som regel av en mycket spridd ägarstruktur.

Ömsesidigt aktieäggande synes vara mycket ovanligt i det västtyska näringslivet. Aktiebolagslagen uppställer inte något generellt förbud mot sådana ägarsamband, men för det fall två aktiebolag äger mer än 25 % av varandras aktiestock kan inte något av företagen utöva rösträtt för mer än 25 % av det andra företagets aktier. Denna regel finns utförligt beskriven i bilaga 1 till betänkandet.

Den västtyska aktiebolagslagen föreskriver att varje aktie skall berättiga till *en* röst vid bolagsstämman. Från denna huvudregel kan emellertid delstatsmyndigheterna bevilja dispens i syfte att värna om viktigare samhällsintressen. Några federala bestämmelser om hur stora röstvärdesdifferenser som därvid får medges finns inte. Exempel finns på röstvärdesdifferenser av storlek 1 till 50, 1 till 200 och i vissa fall även 1 till 450.

Utredningen har inte haft tillgång till statistik rörande företagsuppköp i det västtyska näringslivet. Mycket tyder på att uppköpsaktiviteten hittills varit väsentligt lägre än i exempelvis Förenta staterna och Storbritannien och att uppköp i strid mot den sittande ledningens och styrelsens vilja varit sällsynta, men att en förändring i detta avseende under de senaste åren ägt rum.

5.3.3 Storbritannien

Även den brittiska ekonomin är flera gånger större än den svenska med en bruttonationalprodukt uppgående till omkring 3 900 miljarder svenska kronor år 1986. Exportandelen var samma år omkring en femtedel. Av totalt 24 miljoner sysselsatta återfanns en tredjedel inom industrin. Det största brittiska företaget, Unilever, sysselsatte år 1985 omkring 300 000 personer och det tionde största, Imperial Group, knappt 90 000 personer.

Till följd av en rad förstatliganden efter andra världskrigets slut är det statliga ägandet mer omfattande i Storbritannien än i exempelvis Sverige. Det förekommer framför allt inom branscherna kol, gas, elektricitet, järn och stål samt transport och kommunikationer. Under de senaste åren har emellertid flera statliga företag sålts till privata intressen, däribland British Telecom, British Airways och British Gas. Regeringen har dessutom framskridna planer på en försäljning av stål- och elproduktionsindustrierna liksom vattenverken och motorfordonstillverkaren Rover Group (tidigare British Leylands).

En stor del av det privatägda brittiska näringslivet representeras av de omkring 2 700 företag, vilkas aktier är inregistrerade vid fondbörsen i London, The London Stock Exchange. De brittiska börsnoterade företagen hade år 1986 ett marknadsvärde på omkring 3 000 miljarder svenska kronor

och en omsättning motsvarande 30 % av detta värde.

Ägarstrukturen i de brittiska börsföretagen har under efterkrigstiden karakteriserats av att de fysiska personernas direktägda andel av aktiestocken kontinuerligt minskat och ersatts av institutionellt ägande. Enligt beräkningar utförda av London-börsen minskade de fysiska personernas andel från 54 % till 28 % under perioden 1963–1981, se tabell 5:8 nedan. Även investmentföretagens, bankernas och de utländska ägarnas andelar minskade under perioden. Det stora utbudet av riskkapital kom i stället från finansiella institutioner, främst pensionsfonder och försäkringsföretag. Som framgår av tabellen ökade pensionsfondernas andel av börsaktiestocken från 6 % till 27 % och försäkringsföretagens andel från 10 % till 21 % under den redovisade perioden. Börsmäklarföretaget Philips & Dew uppger att de fysiska personernas andel år 1984 hade sjunkit till 22 %, medan de finansiella institutionernas andel stigit till över 60 %, varav pensionsfonderna till över 30 %.

Tabell 5:8 Den brittiska börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier åren 1963–1981. Procent.

Ägarkategori	Andel av börsvärdet			
	1963	1969	1975	1981
Fysiska personer	54,0	47,4	37,5	28,2
Stiftelser	2,1	2,1	2,3	2,2
Banker	1,3	1,7	0,7	0,3
Försäkringsföretag	10,0	12,2	15,9	20,5
Pensionsfonder	6,4	9,0	16,8	26,7
Aktiefonder	1,3	2,9	4,1	3,6
Investment- och andra finansiella företag	11,3	10,1	10,5	6,8
Icke-finansiella företag	5,1	5,4	3,0	5,1
Offentliga ägare	1,5	2,6	3,6	3,0
Utländska ägare	7,0	6,6	5,6	3,6
Samtliga	100,0	100,0	100,0	100,0

Källa: The Stock Exchange Survey of Share Ownership. Citerad i Hägg och Hörnell (1987).

Som en viktig förklaring till denna utveckling anförs ofta den kraftiga tillväxten hos olika finansiella institutioner. Under 1950- och 1960-talet sjudubblades deras tillgångar och ökningen har därefter fortsatt. Institutionernas tillväxt förklaras ofta i termer av finansiella obalanser mellan ekonomins olika sektorer. Sparandets andel av hushållens disponibla inkomst steg kontinuerligt under 1960- och 1970-talet, medan företagssektorn liksom den offentliga sektorn under framför allt den senare delen av 1970-talet uppvisade ett negativt sparande. Det ökade sparandet i hushållssektorn har i stor utsträckning kanaliserats till försäkringsföretag och olika typer av pensionsfonder, vilka i sin tur till stor del placerat influtna medel på aktiemarknaden. Vid utgången av år 1985 var två tredjedelar av pensionsfondernas samlade tillgångar placerade i aktier eller andra börsnoterade värdepapper.

Utredningen har inte haft tillgång till någon aktuell och tillförlitlig sammanställning av ägarkoncentrationen i enskilda brittiska företag. Uppgifter avseende de tio största företagen år 1980 antyder emellertid en långtgående ägarspridning i flertalet av dessa företag. Även när det gäller företagens ägande av aktier i varandra är underlaget mycket begränsat. Det finns exempel på ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande i det brittiska näringslivet, men företeelsen är totalt sett ovanlig.

Den brittiska aktiebolagslagen uppställer inte några restriktioner i fråga om möjligheten att emittera aktier med olika röstvärde – även aktier helt utan röstvärde är tillåtna. Inte heller förbjuder London-börsen inregistrering av röstsvaga eller rösträttslösa aktier. Systemet med röstvärdesdifferenser har trots detta en synnerligen ringa utbredning bland de brittiska aktie-marknadsföretagen. Av samtliga 2 700 företag med aktier noterade på London-börsen har endast ett trettiotal företag aktier med skilda röstvärden.

Ägarsfärer av den relativa storlek som finns i det franska näringslivet synes inte förekomma i Storbritannien. Tillgänglig statistik visar att de institutioner som i andra länder konstituerar sfärer – banker, investmentföretag och icke-finansiella företag – äger relativt begränsade andelar av den brittiska börsaktiestocken. En undersökning av styrelsesamband mellan Storbritanniens 250 största industriella och finansiella företag visar också att Storbritannien har ett, i förhållande till många andra länder, glest och svagt styrelsenätverk.

Till bilden av ägande och inflytande i det brittiska näringslivet hör slutligen en omfattande uppköpsaktivitet. Under perioden 1957–1966 köptes närmare 40 % av företagen på London-börsen upp av andra börsföretag och under den senaste tjugårsperioden har antalet företag på börsen minskat från 4 000 till omkring 2 700 företag. Även under 1970- och 1980-talet har uppköpsaktiviteten – i likhet med förhållandena i Förenta staterna – varit hög i Storbritannien.

5.3.4 Förenta staterna

Den amerikanska ekonomin är i särklass störst av de studerade ländernas ekonomier. Bruttonationalprodukten uppgick år 1986 till närmare 30 000 miljarder svenska kronor och var därmed dubbelt så stor som den japanska och omkring 30 gånger större än den svenska bruttonationalprodukten. Exportandelen var i jämförelse med övriga länder liten, omkring 5 %. Antalet sysselsatta i Förenta staterna uppgick samma år till omkring 110 miljoner människor, varav omkring 28 % var verksamma inom industrin.

Amerikanska storföretag är i jämförelse med europeiska företag mycket stora. Sysselsättningsmässigt störst år 1985 var General Motors med drygt 810 000 anställda, medan R. J. Reynolds Industries, som i detta avseende var det tionde största företaget, sysselsatte knappt 150 000 personer.

Näringslivet i Förenta staterna domineras av privata intressen, medan det statliga ägandet är mycket begränsat och av underordnad betydelse för

ekonomin som helhet. I likhet med vad som är fallet i de flesta övriga studerade länder är också den allra största delen av de amerikanska storföretagen aktiebolag, vilkas aktier är föremål för handel på marknaden.

Den värdemässigt största fondbörsen i världen år 1986 var The New York Stock Exchange, på vilken noterades aktier i omkring 1 500 företag med ett sammanlagt marknadsvärde uppgående till 15 500 miljarder svenska kronor. Årsomsättningen utgjorde samma år 62 % av marknadsvärdet. Värdemässigt bedrivs 85 % av aktiehandeln i Förenta staterna på New York-börsen. Ytterligare drygt 3 % av handeln äger rum på The American Stock Exchange i New York och resterande handel sker på ett antal regionala börser, varav Pacific, Midwest, Philadelphia, Boston och Cincinnati är de största. Vid sidan av fondbörserna finns också en OTC-marknad, NASDAQ, på vilken handel med aktier bedrivs i omkring 4 000 företag. Denna typ av handel har under senare år vuxit kraftigt och OTC-marknaden har blivit en stark konkurrent till fondbörserna.

Tillgången till statistik om ägarstruktur och ägarförändringar i amerikanskt näringsliv är mycket begränsad och bedömningen av bl. a. olika kategoriers ägande är därför högst osäker. Sammantaget pekar utförda undersökningar på en fortgående institutionalisering även av den amerikanska börsaktiestocken, men utvecklingen synes i det avseendet inte ha gått lika långt som i övriga studerade länder. Enligt den federala övervakningsmyndigheten Securities and Exchange Commission (SEC) innehade fysiska personer år 1980 drygt 51 % av börsaktiestocken och utländska ägare drygt 6 %, medan resterande 43 % var hänförligt till inhemska juridiska personer, se tabell 5:9 nedan.

Tabell 5:9 Den amerikanska börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier år 1980. Procent.

Ägarkategori	Andel av börsvärdet
Fysiska personer	51
Utländska ägare	6
Ikke-finansiella företag	15
Övriga institutioner	28
Samtliga	100

Källa: SEC Monthly Statistical Review, Securities and Exchange Commission.

Flera studier pekar på att framför allt pensions- och aktiefondernas andelar av börsaktiestocken ökat markant under en följd av år. I pensionsfonder samlas ett allt större kapital som i ökad utsträckning placeras i aktier, företrädesvis i de större amerikanska företagen. I ett betydande antal av de största företagen är också företagens egna pensions- och vinstandelsfonder största ägare.

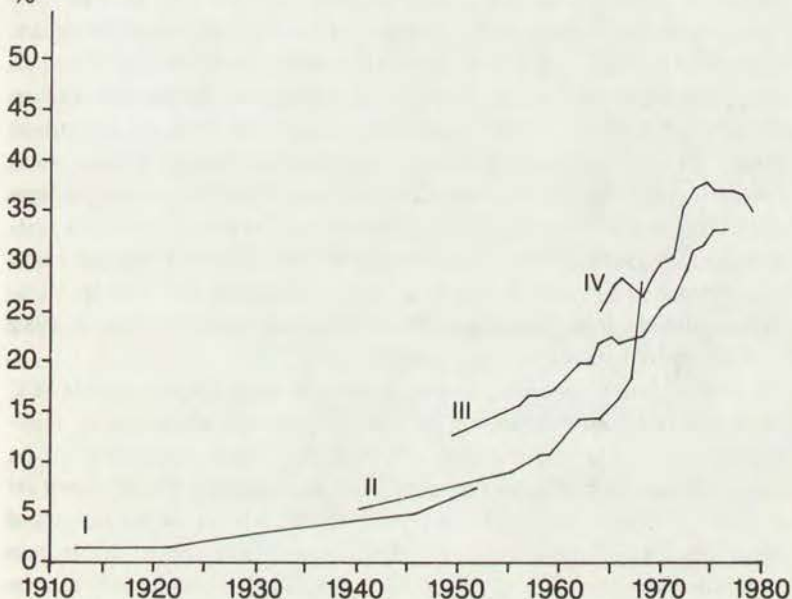
Av statistik från SEC och New York-börsen framgår att investmentföretag och stiftelser relativt sett minskat sina innehav under den senaste tjugofemårsperioden, medan utlandsägandet och de ikke-finansiella företagens ägar-

andelar ökat. Trots de icke-finansiella företagens relativt stora samlade aktieinnehav synes dock ägarsfärer av den relativa storlek som återfinns i Frankrike och Japan vara ovanliga i Förenta staterna.

Som en avslutande illustration till institutionaliseringen av den amerikanska börsaktiestocken redovisas i diagram 5:2 nedan de resultat som i detta avseende framkommit i fyra olika undersökningar under 1900-talet.

Diagram 5:2 Institutionella ägares andel av den amerikanska börsaktiestocken åren 1910–1980.

Andel av
börsvärdet
%



Källa: Jarrell, G.A., *Change at the Exchange: The Causes and Effect of Deregulation*, Journal of Law and Economics, Vol. 72, 1984.

Betydande problem uppkommer också vid jämförelser mellan ägarkoncentrationen i amerikanska och europeiska företag. Flertalet amerikanska studier synes nämligen behandla mellanhandsägare, exempelvis investment- och försäkringsföretag, på ett annat sätt än europeiska studier. I de amerikanska studierna bortses ofta från mellanhandsägandet och koncentrationen mäts med utgångspunkt i den slutliga ägarkretsens utseende, vilket resulterar i systematiskt lägre koncentrationsvärden än exempelvis utredningens kartläggning av förhållandena i svenska företag. Trots dessa reservationer får det dock anses klart att de amerikanska börsföretagen – framför allt de allra största företagen – karakteriseras av en genomsnittligt mindre koncentrerad ägarstruktur än de europeiska företagen.

Spridningen av ägandet har i stor utsträckning ägt rum genom att stora privata innehav i enskilda företag kraftigt reducerats. I en undersökning utförd vid slutet av 1920-talet klassificerades 43 av de 200 största företagen i Förenta staterna som starkt familjeägda. Enligt en uppföljande undersökning hade familjernas ägande vid mitten av 1970-talet minskat med mer än 75 % i 25 av de 43 företagen. I ytterligare 12 företag var nedgången mellan 50 % och 75 %. Endast i tre av företagen var nedgången mindre än 25 %. Emellertid har alltså närmare hälften av de 500 största företagen fysiska personer som största ägare och i de få fall majoritetsägande förekommer är detta till övervägande del hänförligt till fysiska personer.

Bolagslagstiftningen är i Förenta staterna en delstatlig angelägenhet. I flertalet delstater föreskriver aktiebolagslagen att varje aktie skall ha röstvärde, men några begränsningar i fråga om röstvärdesdifferensernas storlek uppställs som regel inte. Bruket av röstvärdesdifferenser har emellertid en mycket ringa utbredning i det amerikanska näringslivet. En viktig förklaring till detta torde vara att New York-börsen sedan 1920-talet inte registrerat aktier i företag som har stamaktieslag med olika röstvärden. Som en bland många åtgärder för att motarbeta oönskade ägarskiften lät emellertid flera storföretag under 1980-talets första hälft emittera aktieslag med olika röstvärden och registrerade sina aktier vid The American Stock Exchange eller i NASDAQ-systemet, där restriktioner i detta avseende inte förelåg. Röstvärdesskillnader infördes också av en del företag på New York-börsen, vilka till följd därav hotades att avregistreras.

I syfte att åstadkomma en enhetlig reglering i denna fråga beslutade SEC sommaren 1988 att företag med aktier inregistrerade på någon av fondbörserna i Förenta staterna eller i NASDAQ-systemet visserligen får ha utestående aktier med olika röstvärde, men att företagen inte får skapa ett nytt aktieslag med avvikande röstvärde om detta leder till en reducerad röststyrka för befintliga ägare. I praktiken innebär det att företagen kan emittera aktier som har ett lägre röstvärde än utestående aktier, men däremot inte med ett högre röstvärde.

Ömsesidigt aktieäggande synes inte förekomma i det amerikanska näringslivet. Med undantag för vad som följer av antitrustlagstiftningen föreligger inte några legala hinder för icke-finansiella företag att ömsesidigt äga aktier i varandra. Däremot tillåts inte investmentföretag ingå i ömsesidiga ägarrelationer överstigande 3 % av röstetalet med andra investmentföretag eller med icke-finansiella företag.

Under hela 1900-talet har det i det amerikanska näringslivet förekommit perioder av omfattande företagsuppköp och fusioner, vilka som regel genomförts efter förhandlingar mellan de inblandade parterna. Ett delvis nytt inslag är uppköp genom offentliga bud riktade direkt till aktieägarna, s. k. take-overs. Dessa har under senare år ägnats ett betydande intresse i massmedia och föranlett en intensiv debatt i såväl akademiska som politiska kretsar. Av det totala antalet företagsuppköp och fusioner utgör emellertid de offentliga buden alltså endast en begränsad andel. I en undersökning publicerad av Congressional Research Service anges det totala antalet upp-

köp och fusioner till drygt 3 300 år 1986, varav endast 125 fall avsåg förvärv av börsföretag genom offentliga uppköpserbjudanden.

De offentliga buden under 1980-talet har emellertid avsett några av Förenade staternas största och mest etablerade företag. En sammanställning gjord av SEC visar att det samlade marknadsvärdet av de börsföretag som köptes genom offentliga bud år 1986 uppgick till drygt 39 miljarder dollar. Genom utnyttjande av obligationer med låg säkerhet och hög ränta har också enskilda personer och företag med relativt begränsade förmögenheter riktat uppköpserbjudanden även till de allra största företagens ägare. I vissa fall har styrelsen och företagsledningen i det köpta företaget uttryckligen motsatt sig ett uppköp, vilket ytterligare bidragit till att denna form av företagsförvärv rönt stor uppmärksamhet i debatten.

I syfte att undvika uppköp har företagsledningarna och styrelserna i företagen i tilltagande omfattning kommit att vidta försvarsåtgärder av olika slag. Dessa kan indelas i två huvudtyper. Den ena huvudtypen innebär att företagen direkt ändrar sin egen ägarbild, exempelvis genom att ge ut nya eller omplacera gamla aktier till "pålitliga" ägare eller genom att återköpa aktier från ägare som önskar ta kontroll över företaget. Den andra innebär att förändringar görs i företagets bolagsordning, t. ex. så att aktieslag med olika röstvärden införs eller så att majoritetskravet för utseende av styrelse höjs. I debatten om företagsuppköp har en rad kritiker ifrågasatt huruvida försvarsåtgärder av detta slag är förenliga med ett effektivt resursutnyttjande i näringslivet.

5.3.5 Japan

Japan har under efterkrigstiden vuxit till en av världens största ekonomier. Bruttonationalprodukten uppgick år 1986 till närmare 14 000 miljarder svenska kronor med en exportandel på drygt 10 %. Antalet sysselsatta var samma år 59 miljoner, varav 35 % var verksamma inom industrin. Det största japanska tillverkningsföretaget, Toybo, som producerar textilvaror sysselsatte år 1984 drygt 180 000 personer och det tionde största, Toyota, knappt 60 000 personer.

Även i Japan pågår inom ramen för ett s.k. privatiseringsprogram en utförsäljning av statligt ägda företag till privata intressen. Under senare år har betydande delar av aktiestocken i bl. a. det statliga teleföretaget NTT, de japanska järnvägarna JR och flygbolaget JAL, sålts ut på marknaden. Ytterligare försäljningar har ansetts.

Aktiehandeln i Japan domineras av Tokyo-börsen som år 1986 var världens omsättningsmässigt näst största fondbörs med registrerade aktier i omkring 1 400 företag och ett sammanlagt marknadsvärde på 12 000 miljarder svenska kronor. Omsättningen motsvarade samma år 55 % av marknadsvärdet.

Av tabell 5:10 nedan framgår den japanska börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier under perioden 1960–1984. Den största enskilda för-

ändringen under perioden är de finansiella institutionernas ökade ägarandel från 23 % år 1960 till 39 % år 1984. Banker tillåts äga upp till 5 % av aktiestocken i andra företag och är jämte försäkringsföretag den finansiella institution som svarar för störst ägarandel. Värde att notera är även de icke-finansiella företagens ökade andel. De fysiska personernas ägarandel minskade under perioden från 46 % till 27 %.

Tabell 5:10 Den japanska börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier åren 1960–1984. Procent.

Ägarkategori	Andel av börsvärdet				
	1960	1970	1980	1982	1984
Staten	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
Finansiella institutioner	23,1	32,3	38,5	38,6	39,0
Investmentföretag	7,5	1,5	1,6	1,3	1,0
Mäklarfirmor	3,7	1,2	1,8	1,7	1,9
Icke-finansiella företag	17,3	22,3	25,2	26,3	25,9
Utländska ägare	1,3	3,4	5,2	4,6	6,2
Fysiska personer	46,3	39,0	27,4	28,4	26,3
Samtliga	100	100	100	100	100

Källa: Manual of Securities Statistics, The Nomura Securities Co. Ltd, 1984 samt Tokyo Stock Exchange Fact Book 1985. Citerad i Berglöf (1988).

Ägarkoncentrationen i de japanska storföretagen synes ha ökat något sedan mitten av 1950-talet. I en studie av ägarförhållandena i de 200 största japanska företagen konstateras att den största ägaren innehade mer än 10 % av aktiestocken i 57 företag år 1956. Tjugo år senare, år 1976, hade den största ägaren mer än 10 % av aktiestocken i 150 företag. Utvecklingen redovisas i tabell 5:11 nedan.

Tabell 5:11 Ägarkoncentrationen i de 200 största japanska företagen. Procent.

Den största ägarens andel av aktiekapitalet %	Andel av företagen		
	1956	1966	1976
50 < x	2,5	4,5	5,0
10 ≤ x ≤ 50	26,0	48,0	70,0
x < 10	71,5	47,5	25,0
	100,0	100,0	100,0

Källa: Mito (1983). Citerad i Berglöf (1988).

I likhet med vad som tidigare sagts beträffande det franska näringslivet karakteriseras ägar- och inflytandestrukturen i det japanska näringslivet av förekomsten av finansiella och industriella grupper. Inom dessa grupper finns starka band och täta kontakter mellan företagen.

Drögt 80 % av de närmare 900 företag som år 1981 hade aktier nregistrerade vid Tokyo-börsens första avdelning tillhörde någon finansiell

grupp. Kärnan av företagen i dessa grupper binds samman av ett komplext nätverk av ömsesidigt och cirkulärt ägande samt kommersiella och finansiella kopplingar. Varje grupp har en huvudbank som fyller en viktig funktion som långivare, samordnare och finansiell rådgivare.

De industriella grupperna domineras i regel av ett stort företag som dels knutit finansiella band med leverantörer och distributörer, dels låtit divisioner och helägda dotterföretag bli självständiga. Även inom de industriella grupperna finns ett markant inslag av ömsesidigt och cirkulärt ägande.

Fram till början av 1980-talet begränsades det ömsesidiga aktieägandet i Japan endast av en föreskrift om att helägda dotterbolag inte fick förvärva aktier i sitt moderbolag. Genom en lagändring år 1982 utsträcktes emellertid denna regel till att avse även icke helägda dotterbolag. Lagändringen innebar också att om ett bolag, A, innehåller mer än 25 % av aktiestocken i ett annat bolag, B, så får B inte utöva rösträtt för ett eventuellt aktieinnehav i bolaget A.

Japanska aktiebolag får inte emittera stamaktier med olika röstvärden. Däremot kan röstvärdet skilja sig åt mellan stam- och preferensaktier.

Förvärv av företag genom offentliga uppköpserbjudanden är ovanliga i det japanska näringslivet. En förklaring till det kan vara företagets bindningar till de finansiella och industriella grupperna. I litteraturen har också hävdats att företagsuppköp är svårförenliga med vad som kallas japansk företagskultur.

5.4 Sammanfattning

I syfte att underlätta tolkningen av svenska data och skapa en referensram till återopade utländska studier inom utredningens ämnesområde har utredningen låtit genomföra expertstudier av ägar- och inflytandestrukturens utseende och utveckling i dels de nordiska länderna, dels Frankrike, Förbundsrepubliken Tyskland, Storbritannien, Förenta staterna och Japan. Vid en jämförelse med dessa länder framgår att den svenska utvecklingen i flera avseenden liknar utvecklingen i andra länder, men att den i vissa avseenden är unik för Sverige.

I samtliga studerade länder är näringslivet i huvudsak privatägt. I varierande omfattning förekommer emellertid också offentligt och kooperativt ägande. Det pågår dock i flera länder en intensiv debatt om privatisering av offentlig verksamhet och utförsäljningar av offentligt ägda företag till privata intressen har genomförts i framför allt Storbritannien, Frankrike och Japan.

Bland storföretagen i den privatägda delen av näringslivet är aktiebolaget den dominerande associationsformen såväl i Sverige som i övriga studerade länder. Det enda land där andra associationsformer nått en större spridning är Förbundsrepubliken Tyskland, där vissa storföretag drivs som kommanditbolag eller i den särskilda bolagsformen GmbH.

I den utsträckning stora företag är privatägda och är aktiebolag är deras aktier också vanligen föremål för handel vid fondbörsen i respektive land. I

samtliga studerade länder har aktiviteten på aktiemarknaden tilltagit markant under senare år. Såväl börsvärde som omsättning har stigit och i vissa länder har antalet aktiemarknadsföretag ökat väsentligt. Den största av världens fondbörser år 1986 var The New York Stock Exchange vid vilken handel bedrevs i omkring 1 500 företags aktier. Det totala marknadsvärdet av dessa aktier uppgick vid utgången av året till 15 500 miljarder svenska kronor och årsomsättningen motsvarade 62 % av detta värde. Storleksmässigt följde därefter börserna i Japan, Storbritannien, Kanada, Förbundsrepubliken Tyskland och Frankrike. Vid den svenska fondbörsen bedrevs handel i omkring 160 företag år 1986 med ett sammanlagt börsvärde på 430 miljarder kronor. Den värdemässiga omsättningen uppgick till 32 %. Fondbörserna i de övriga nordiska länderna var väsentligt mindre än den svenska börsen.

Den av fysiska personer direktägda andelen av den svenska börsaktiestocken har under en lång följd av år minskat och motsvarade vid utgången av år 1985 omkring en fjärdedel av börsvärdet. Institutionaliseringsen av aktieägandet har sin motsvarighet även i övriga studerade länder. Exakta och direkt jämförbara uppgifter om aktiestockens fördelning finns inte att tillgå, men utförda undersökningar visar att fysiska personers direktägda andel i flertalet länder ligger närmare 25 %. Ett närmare studium visar dock att det är delvis olika typer av institutioner som ökat sina andelar i de olika länderna. I vissa länder är det i första hand pensions- och aktiefonder, medan det i andra är försäkringsföretag och banker. I likhet med förhållandena i Sverige finns det också länder där en ökad andel kan noteras även för icke-finansiella företag.

De svenska storföretagens ägar- och inflytandestruktur karakteriseras också av en tilltagande koncentration. I flertalet företag har exempelvis den störste ägarens kapital- och röstandelar ökat över tiden och motsvarade vid utgången av år 1985 i genomsnitt 29 % av aktiekapitalet och 39 % av röstetalet. Övriga länder uppvisar en splittrad bild i fråga om koncentrationen i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur, vilket till viss del torde förklaras av storleksskillnader mellan företagen. Den svenska situationen är en kontrast till förhållandena i Förenta staterna, där ägarspridning i stället är ett framträdande drag hos storföretagen. Även i Storbritannien synes ägarkoncentrationen i storföretagen vara lägre än i Sverige.

De västtyska, franska och i viss mån även japanska storföretagen uppvisar däremot en, i likhet med de svenska företagen, genomsnittligt sett mer koncentrerad strukturer. Som exempel kan nämnas att två tredjedelar av de västtyska börsföretagen år 1983 var majoritetskontrollerade i den meningen att en ägare innehade minst 50 % av aktiekapitalet. Tillgängliga uppgifter avseende Förbundsrepubliken Tyskland och Japan tyder också på att koncentrationen i de enskilda företagen i dessa länder ökat över tiden. Även i de studerade nordiska länderna synes ägarkoncentrationen i enskilda företag mer påminna om förhållandena i svenska företag.

Som ett framträdande drag i det svenska näringslivets ägar- och inflytandestruktur framhålls ofta förekomsten av s.k. sfärer, i vilka flera

företag genom bl. a. ägande är inflytandemässigt förbundna med varandra. Även i flera andra länder är företag och finansiella institutioner sammanlänkande till större grupper. Störst utbredning torde detta ha i Japan, där flertalet börsföretag är knutna till någon finansiell eller industriell grupp dels genom ägarrelationer, dels genom finansiella och kommersiella kopplingar. I likhet med vad som är fallet i Sverige är ask-i-askägande samt ömsesidigt och cirkulärt ägande vanliga inslag i dessa gruppers uppbyggnad.

Ett annat land där finansiella och industriella grupper har stor utbredning är Frankrike och i viss utsträckning existerar sådana också i det västtyska näringslivet. Någon direkt motsvarighet synes däremot inte finnas i det brittiska eller amerikanska näringslivet. I de nordiska länderna förekommer finansiella och industriella grupper i såväl det finländska som norska näringslivet. Tillförlitliga uppgifter beträffande Danmark saknas.

Två företeelser i det svenska näringslivet som under senare år rönt särskild uppmärksamhet är röstvärdesdifferenser mellan olika aktieslag samt ömsesidigt och cirkulärt aktieägande. Röstvärdesdifferenser förekom vid utgången av år 1985 i omkring tre fjärdedelar av de svenska börsföretagen. Lagstiftaren har med vissa undantag begränsat den maximalt tillåtna differensen, så att inte någon aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för en annan aktie. En medelväg har därmed valts mellan att helt förbjuda röstvärdesdifferenser och att tillåta obegränsade skillnader i röstvärde. I andra länder finns båda dessa ytterligheter representerade.

Såväl i Förbundsrepubliken Tyskland som i Frankrike är grundprincipen att alla aktier har samma röstvärde. Emellertid kan undantag från denna regel medges. Även i Japan gäller principen om lika röstvärde för samtliga aktier och undantag medges där inte. Storbritannien däremot uppställer inte några restriktioner i fråga om utgivande av aktieslag med olika röstvärden och detsamma gäller så gott som samtliga amerikanska delstater. I Förenta staterna har emellertid New York-börsen sedan 1920-talet förbjudit inregistrering av aktier i företag som har utelöpande aktier med olika röstvärden, vilket kraftigt motverkat röstvärdesdifferentieringens utbredning. En viss liberalisering av dessa regler skedde dock sommaren 1988. Regleringen i Danmark och Finland överensstämmer i detta avseende med den svenska. Norge har däremot valt en annan väg och tillåter utgivande av aktieslag med olika röstvärden endast under förutsättning att röstsvaga aktier innehas av högst 20 ägare. Från denna begränsning kan emellertid regeringen bevilja dispens.

Tillförlitliga och heltäckande uppgifter om bruket av röstvärdesdifferenser saknas för flera länder. De uppgifter utredningen haft att tillgå tyder emellertid på att systemet med röstvärdesdifferenser har en större utbredning i Sverige än i flertalet övriga studerade länder. I exempelvis Förenta staterna hade år 1985 endast ett hundratal av 4 000 OTC-företag röstvärdesdifferenser, trots att några begränsningar i detta avseende inte gäller på OTC-marknaden. Sådana differenser är inte heller vanliga bland företag med aktier noterade på The American Stock Exchange. Endast 6 % av drygt 900 företag på denna fondbörs hade utelöpande aktieslag med olika

röstvärden vid mitten av år 1984. Inte heller i Storbritannien där obegränsade röstvärdesdifferenser tillåts har dessa fått någon nämnvärd utbredning. Endast någon promille av 2 700 företag med aktier inregistrerade vid London-börsen har aktieslag med olika röstvärden.

Bruket av ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande i det svenska näringslivet liksom styrkan i dessa ägarsamband synes sakna direkt motsvarighet i övriga studerade länder utom Japan. I syfte att skydda det bundna kapitalet, men också för att förhindra en s.k. självkontroll från styrelsens och den verkställande ledningens sida uppställs i Frankrike, Förbundsrepubliken Tyskland och i viss mån även Japan legala begränsningar för ömsesidigt och cirkulärt äggande. Det är också värt att notera att investmentföretag i Förenta staterna inte tillåts ingå i ömsesidiga ägarsamband motsvarande mer än 3 % av röstetalet.

I samtliga länder pågår en kontinuerlig omstrukturering av näringslivet, vilken kommer till stånd genom bl. a. fusioner och uppköp av företag. De företagsuppköp och kontrollägarskiften som under senare år ägt rum på den svenska aktiemarknaden har sin motsvarighet i flera andra länder. Företagsuppköpen kommer som regel till stånd efter förhandlingar mellan köparen och företagets styrelse, men det har under 1980-talet blivit allt vanligare att uppköpserbjudanden riktas direkt till företagets aktieägare utan att styrelsens samtycke inhämtas. Denna utveckling har varit särskilt markerad i Förenta staterna och Storbritannien, där dessa uppköp också föranlett företagets styrelser och verkställande ledningar att vidta en rad försvarsåtgärder i syfte att höja kostnaden för en ny ägares inträde i företaget.

6 Orsaker till förändringar i storföretagens ägar- och inflytandestruktur

6.1 Inledning

Den kartläggning av ägar- och inflytandestrukturen i det svenska näringslivet som utredningen genomfört och presenterat i kapitel 4 ovan kan i viss mån ses som en uppföljning av tidigare offentliga utredningar inom området. Till skillnad från vad som varit fallet i de tidigare utredningarna åligger det emellertid ägarutredningen att även diskutera orsakerna till konstaterade förändringar i ägar- och inflytandestrukturen.

En sammanhållen och heltäckande modell för en sådan orsaksanalys existerar inte. Utredningen har därför valt att inrikta analysen mot förändringar huvudsakligen i *en* av de studerade variablerna, nämligen de förskjutningar som under den studerade perioden ägde rum i *aktiestockens fördelning på ägarkategorier*. Det gäller dels den mer grundläggande förskjutningen från fysiska till juridiska personer, dels förskjutningar inom kategorin juridiska personer. Enligt utredningens mening torde dessa förskjutningar till stor del kunna förklaras av faktorer hänförliga till utbudet av riskkapital på marknaden, varför analysen tar utgångspunkt i olika ägarkategoriernas möjligheter att ackumulera kapital och de villkor som under perioden i fråga gällde för placering av detta kapital i olika tillgångsslag, däribland aktier. Utredningen uppmärksammar också orsaker till de skillnader i kategorifördelning som observerats mellan å ena sidan företagets samtliga ägare och å andra sidan de största ägarna i företagen.

En institutionalisering av företagets ägarstruktur som kommer till stånd genom att ett stort antal ägare med små andelar i enskilda företag ersätts av ett begränsat antal institutioner med betydligt större andelar, innebär definitionsmässigt att ägarstrukturen i företagets perspektiv koncentreras. En del av koncentrationsutvecklingen i de enskilda företagen förklaras därför av de drivkrafter som ligger bakom kategoriförskjutningen i ägarstrukturen. *Koncentrationen i företagets ägarstruktur* kan emellertid också diskuteras med utgångspunkt i mer företagsspecifika faktorer. Orsaksanalysen avslutas med en kortfattad diskussion rörande några faktorer som i det sammanhanget kan anses relevanta.

6.2 Aktiestockens fördelning på ägarkategorier

Under det senaste decenniet har den av svenska fysiska personer direktägda andelen av aktiestocken fortsatt att minska till förmån för dels svenska juridiska personer, dels utländska ägare. Denna utveckling har skildrats i avsnitt 4.3.1.6 ovan, där också en närmare fördelning av aktiestocken på ägarkategorier redovisats.

Börsnoterade aktier representerar för de flesta ägare en begränsad del av de samlade tillgångarna. I varierande utsträckning innehåller olika ägare även andra finansiella och reala tillgångar, vilka vid en diskussion om orsaker till förändringar i innehavet av börsaktier kan betraktas som investeringsalternativ med olika avkastning, risk, likviditet m. m. I vilken utsträckning en viss ägarkategori över tiden ändrar sammansättningen av sina tillgångar kan ses som utslag av förändringar i dessa variabler, men måste också ses mot bakgrund av vilka möjligheter kategorin i fråga har att finansiera de investeringsalternativ som vid varje tillfälle är för handen.

De medel som en viss ägarkategori under en viss tidsperiod använder för investeringar utgörs av dels internt genererat kapital i form av bruttosparande, dels externt tillfört kapital i olika former. *Bruttosparandet* utgörs av disponibel inkomst och kapitalförslitning minskad med konsumtion. Av direkt betydelse för respektive ägarkategoris bruttosparande är därför kategorins faktorinkomster, men också skatter och transfereringar som påverkar den disponibla inkomstens storlek. Hur dessa storheter utvecklas bestäms av flera faktorer, vilka i sin tur kan vara ömsesidigt beroende. Det gäller bl. a. finans- och stabiliseringspolitiska åtgärder liksom utvecklingen av priser, löner och produktivitet.

Den del av investeringarna som inte täcks genom bruttosparande finansieras genom tillskott av *externt kapital*, framför allt i form av lån. Genom bl. a. kreditpolitiska åtgärder har statsmakterna viss möjlighet att för hela eller delar av ekonomin påverka den tillgängliga kreditvolymen. Denna är också beroende av det finansiella systemets effektivitet när det gäller att överföra medel från sektorer med finansiellt överskott till sektorer med finansiellt underskott.

Det är också möjligt att frigöra medel för investeringar i ett visst tillgångsslag genom att helt eller delvis avyttra ett annat tillgångsslag. Det bör emellertid observeras att ett sådant förfarande inte ökar de samlade tillgångarnas värde, utan endast påverkar sammansättningen av en kategoris tillgångar. En förutsättning för att sammansättningen skall förändras är dock att transaktionen sker mellan olika ägarkategorier.

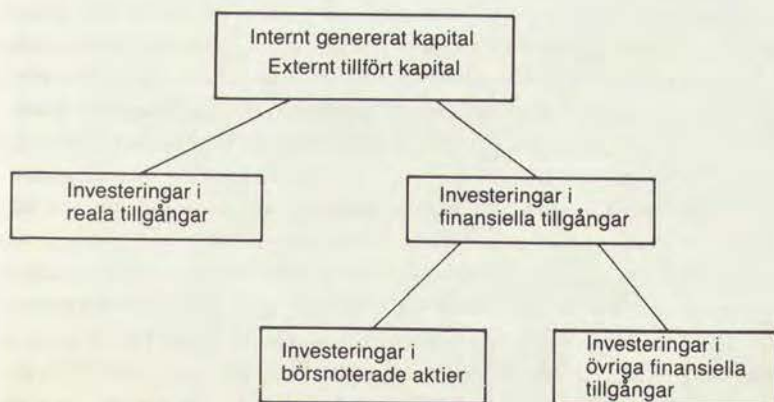
De investeringar som genomförs med internt och externt kapital liksom de omplaceringar som görs från ett tillgångsslag till ett annat, resulterar i en *stock av tillgångar* med en viss sammansättning. Såväl storleken på denna stock som relationen mellan de i stocken ingående tillgångsslagen påverkas emellertid också av *realiserade värdestegringar*, vilka kan betraktas som återinvesterat sparande. En beskrivning av de investeringar som varje ägarkategori genomförde under den studerade perioden måste därför kompletteras med en beskrivning av värdestegringen på olika tillgångsslag.

De av varje ägarkategori genomförda investeringarna kan delas upp i *reala och finansiella investeringar*. De finansiella investeringarna kan i sin tur delas upp i *investeringar i olika typer av finansiella objekt*, däribland börsnoterade aktier. Hur investeringarna fördelar sig på dessa alternativ kan i betydande utsträckning antas vara bestämt av skillnader i förväntad avkastning och risk mellan investeringsobjekten. Den förväntade avkastningen baseras på bedömningar av direktavkastning i form av nominell ränta, utdelning etc. samt värdeförändringar på placeringsobjekten, men är också beroende av skillnader i skattebehandling mellan olika objekt och olika ägarkategorier. Det bör dock observeras att investeringsobjekt ofta skiljer sig åt även i andra avseenden, exempelvis i fråga om likviditet och belåningsmöjlighet, vilket kan vara av betydelse för placeringsvalet.

I sammanhanget bör också beaktas att endast vissa ägarkategorier har full frihet i valet mellan olika investeringsobjekt. Till följd av legala restriktioner har många kategorier begränsade möjligheter att välja mellan reala och finansiella investeringsobjekt och i vissa fall även mellan olika finansiella investeringsobjekt. Förekomsten av sådana restriktioner kan antas vara av betydelse för utvecklingen av olika ägarkategoriernas andelar av börsaktiestocken.

I följande avsnitt redovisas för olika ägarkategorier dels storleken och sammansättningen av de medel som under perioden 1978–1985 utnyttjades för investeringar, dels investeringarnas fördelning på olika objekt. Framställningens disposition illustreras i figur 6:1 nedan. Då finansierings- och investeringsbeslut i realiteten sker simultant och det inte går att studera det ena beslutet fristående från det andra eller att ange en inbördes ordning mellan besluten skall figuren inte betraktas som ett schema över ett kronologiskt händelseförlopp.

Figur 6:1 Illustration av framställningens disposition.



I sina huvuddrag ansluter orsaksanalysens uppläggning till den s.k. portföljvalsteorin, i vilken varje investerare antas maximera den förväntade nyttan av sin finansiella portfölj, dvs. av sitt totala innehav av finansiella tillgångar. Teorin förutsätter att olika investeringsalternativ skiljer sig åt endast med avseende på förväntad avkastning och risk samt att investerarna utmärks av riskaversion, vilket innebär att de föredrar en investering med viss förväntad avkastning och risk framför en annan investering med samma förväntade avkastning men med högre förväntad risk. Risken definieras i det sammanhanget som variationen i avkastningen. Inom ramen för en allmän riskaversion varierar emellertid riskbenägenheten från en investerare till en annan och varje investerare kommer att sträva efter en sådan sammansättning av portföljen att den maximerar den förväntade avkastningen för den riskattityd han har.

Att med hjälp av portföljvalsteorin till fullo förklara hur olika ägarkategorier under en viss tidsperiod placerat sina medel är emellertid inte möjligt. Ett av flera skäl till detta är att teorin utgår från att varje investerare söker maximera den förväntade *nyttan* av sina tillgångar. I praktiken har den pekuniära avkastningen kommit att användas som synonym för nyttan, men det kan ifrågasättas huruvida denna avkastning alltid uttrycker det värde som olika investerare tillmäter den förväntade nyttan av att inneha olika objekt. Som exempel kan nämnas hushållens val mellan småhusboende och finansiella investeringsobjekt. Den förväntade värdeförändringen på småhus torde inte nödvändigtvis återspegla den förväntade nytta olika individer tillmäter denna boendeform.

Sammanfattningsvis talar detta för viss försiktighet vid användning av portföljvalsteori för att förklara olika ägarkategoriers placeringsbeteende. En sådan försiktighet synes vara särskilt påkallad i fråga om valet mellan reala och finansiella investeringsalternativ.

Den statistiska redovisningen i avsnittet baseras i huvudsak på SCB:s kreditmarknadsstatistik och nationalräkenskaper, varför kategoridefinitionerna i vissa fall inte exakt stämmer överens med dem som använts i redovisningen av aktiestockens fördelning i avsnitt 4.3.1.6 ovan. Där så är fallet påpekas detta i texten. Grundmaterialets karaktär tillåter inte heller att de uppgifter om olika kategoriers innehav av börsnoterade aktier som framkommer i föreliggande avsnitt direkt omräknas till andelar av börsvärdet. Fördelningen av den totala börsaktiestocken på ägarkategorier framkommer säkrast genom en granskning av företagens aktieböcker, vilket är den metod som använts i avsnitt 4.3.1.6. Beräkningarna i föreliggande avsnitt är endast avsedda att utgöra underlag för en diskussion om de faktorer som förorsakat *förändringar* i denna fördelning.

Genomgången inleds i avsnitt 6.2.1 med kategorierna svenska fysiska personer och stiftelser, vilka båda är s.k. slutliga ägare. Därefter redovisas i avsnitten 6.2.2–6.2.7 olika kategorier av mellanhandsägare. I avsnitt 6.2.2 behandlas aktie-, aktiespar- och allemansfonder, vilka kan sägas fylla en entydig intermediär funktion på kapitalmarknaden. De har inte någon annan uppgift än att fungera som mellanhänder för olika ägares innehav av

aktier och andra värdepapper och fondernas storlek är på ett direkt sätt avhängig antalet andelsägare. En sådan funktion har också de i avsnitt 6.2.3 behandlade investmentföretagen, men kopplingen mellan investmentföretagens storlek och antal ägare är inte lika uttalad. I avsnitt 6.2.4 behandlas försäkringsföretag och i avsnitt 6.2.5 icke-finansiella företag. I avsnitten 6.2.6 och 6.2.7 redovisas de båda offentliga ägarkategorierna fjärde AP-fonden och löntagarfonderna. Dessa skiljer sig från övriga kategorier såtillvida att deras tillkomst och i viss mån även deras storlek och placeringsinriktning är direkt avhängig av riksdagen fattade beslut. Slutligen behandlas i avsnitt 6.2.8 kategorin utländska ägare.

6.2.1 Hushållssektorn

I kreditmarknadsstatistiken och nationalräkenskaperna framkommer fysiska personer och stiftelser tillsammans med ideella föreningar som en restpost under benämningen hushållssektorn. Det har därför inte varit möjligt att redovisa kategorin fysiska personer för sig. Såväl i fråga om investeringarnas totala omfattning som omfattningen av investeringar i börsnoterade aktier torde emellertid fysiska personer vara den värdemässigt helt dominerande kategorin under rubriken hushållssektorn. Det kan också konstateras att stiftelsernas andel av aktiestocken, enligt vad som tidigare redovisats, förändrats i samma riktning som de fysiska personernas andel. Sammanfattningsvis talar detta för att hushållssektorn i föreliggande sammanhang torde kunna tjäna som en någorlunda god approximation för de fysiska personerna. Det innebär emellertid inte att de förklaringar till utvecklingen under perioden som diskuteras i avsnittet, och som avser fysiska personer, också skulle vara giltiga för stiftelser.

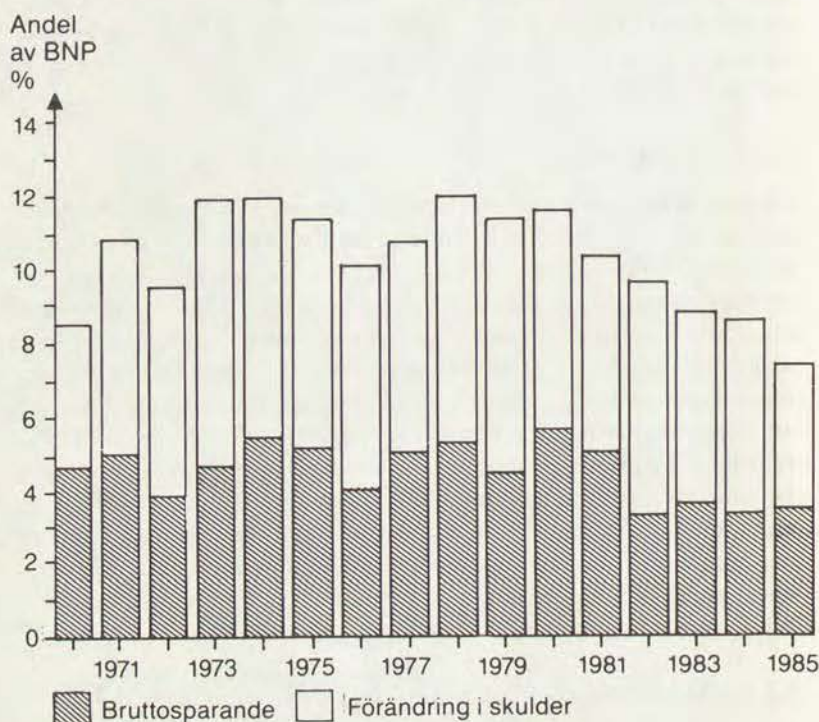
6.2.1.1 Hushållssektorns totala investeringar

Hushållens totala investeringar under en viss tidsperiod kan uttryckas som summan av deras bruttosparande och upplåning under perioden. En sådan summering har gjorts i diagram 6:1 nedan av vilket framgår att de totala investeringarna under större delen av 1970-talet översteg 10 % av BNP och i genomsnitt under decenniet uppgick till närmare 11 %. Mellan år 1978 och år 1985 föll emellertid investeringarna kraftigt, från närmare 12 % till drygt 7 % av BNP. Den genomsnittliga investeringsnivån för denna period var därför något lägre än under 1970-talet.

Hushållens bruttosparande motsvarade under 1970-talet i genomsnitt 4,5 % av BNP. Under perioden 1978–1985 minskade dock bruttosparandet från drygt 5 % till drygt 3 %. Bruttosparandet påverkas på ett direkt sätt av disponibel inkomst och konsumtion, varför förändringar i dessa båda storheter också förändrar bruttosparandets storlek. Hushållens reala disponibla inkomster steg varje år under 1970-talet och sparandets andel uppvisade inte någon trendmässig förändring. I samband med att den disponibla inkomsten sjönk i början av 1980-talet, medan konsumtionen inte förändrades nämnvärt, föll emellertid bruttosparandet märkbart. När hushål-

lens realinkomster åter började stiga under år 1983 ökade också konsumtionen betydligt, varför utrymmet för sparande förblev begränsat. Hushållens låga bruttosparande under 1980-talets första hälft var således förknippat med en sänkt disponibel inkomst och en viss ökning av konsumtionen.¹

Diagram 6:1 Hushållssektorns totala investeringar åren 1970–1985. Procent av BNP.



Delas hushållens totala investeringar upp i *investeringar i reala respektive finansiella tillgångar*, framgår av diagram 6:2 nedan att den sjunkande investeringsnivån från slutet av 1970-talet inbegrep en relativt sett större tillbakagång för reala än för finansiella investeringar. Hushållens *reala investeringar* låg under 1970-talet, med små variationer, på en nivå motsvarande omkring 5 % av BNP och bestod främst av investeringar i små- och fritidshus. Den höga inflationen i kombination med bland annat gällande avdrags- och räntebidragsregler medförde att lånefinansierade bostadsinvesteringar för många framstod som ett mycket attraktivt sätt att förvärva

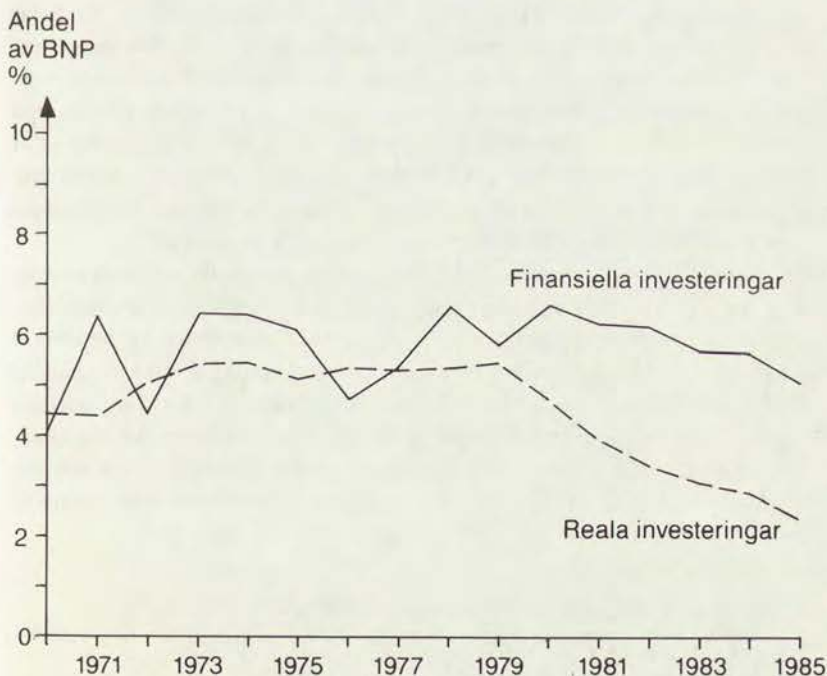
¹ Analyseras sparandeutvecklingen i hushållssektorn under en längre tidsperiod måste hänsyn tas även till andra faktorer, såsom demografiska förändringar och uppbyggnaden av kollektiva pensionsförsäkringssystem. Dessa faktorer torde emellertid ha varit av mindre betydelse för utvecklingen under den relativt korta period som utredningen studerat.

en bostad och samtidigt värdesäkra sitt sparande. Vid 1980-talets början skedde en rad förändringar i dessa avseenden och bostadsinvesteringarna sjönk kraftigt. Hushållens reala investeringar under perioden 1978–1985 kom därför att ligga på en betydligt lägre nivå än under 1970-talet som helhet och uppgick år 1985 till endast 2,4 % av BNP.

Även för hushållens *finansiella investeringar* kan en viss nedgång noteras från slutet av 1970-talet. Nedgången skedde dock från en hög nivå, varför de finansiella investeringarna genomsnittligt sett var något högre under perioden 1978–1985 än under 1970-talet som helhet, trots en betydande nedgång i bruttosparandet. Uttryckt i marknadsvärde vid transaktionstillfället motsvarade de finansiella investeringarna i genomsnitt närmare 6 % av BNP under åren 1978–1985 och uppgick vid periodens slut till 5 %.

Nedgången i hushållens finansiella investeringar var inte lika kraftig som nedgången i de reala investeringarna. De finansiella investeringarnas andel av hushållens totala investeringar ökade därför under perioden. Under 1970-talet var de finansiella investeringarna i stort sett i nivå med de reala och svarade i genomsnitt för 52 % av de totala investeringarna. Motsvarande andel för perioden 1978–1985 var omkring 60 %.

Diagram 6:2 Hushållssektorns totala investeringar åren 1970–1985 fördelade på reala och finansiella investeringar. Procent av BNP.



Traditionellt utgörs hushållens finansiella investeringar främst av bankinlåning.² Därutöver innehar hushållen finansiella tillgångar i form av bl. a. obligationer, försäkringar och börsnoterade aktier. Under perioden 1978–1985 ägde en rad förändringar rum som kan ha påverkat hushållens benägenhet att investera i dessa tillgångsslag. Den ekonomiska politiken under perioden var i betydande utsträckning inriktad på att stimulera hushållens sparande. Bland de åtgärder som vidtogs i detta syfte kan nämnas skattelättnader för olika typer av bankinlåning och sparande i aktiefonder samt betydande emissioner av sparobligationer till gynnsamma villkor. Sammantaget kan dessa faktorer förmodas ha haft en positiv inverkan på den förväntade avkastningen på finansiella tillgångar, vilket i så fall medförde att nedgången i de finansiella investeringarna under 1980-talets första hälft blev mindre än vad som annars skulle ha varit fallet.

6.2.1.2 Hushållssektorns finansiella investeringar

I större utsträckning än valet mellan reala och finansiella investeringar torde *hushållens val mellan olika finansiella tillgångar* kunna analyseras i ett portföljvalsperspektiv, där utfallet avgörs av skillnader i förväntad pekuniär avkastning och förväntad risk mellan föreliggande investeringsalternativ. Genom att det ständigt sker förändringar som påverkar dessa faktorer varierar hushållens fördelning av de finansiella investeringarna mellan olika år.

Det bör dock understrykas att detta inte innebär att samtliga eller ens en majoritet av hushållen resonerar i sådana termer vid beslut om investeringar i finansiella tillgångar. Tvärtom visar utförda undersökningar att flertalet hushåll saknar finansiella tillgångar av sådan storlek att de kan förväntas vara placerade med utgångspunkt i ett portföljresonemang. För dessa hushåll representerar de finansiella tillgångarna snarast en likviditetsreserv av begränsad storlek. Den ojämna fördelningen av de finansiella tillgångarna bland hushållen medför emellertid samtidigt att portföljvalsperspektivet är en realitet för de hushåll som innehar merparten av de finansiella tillgångarna.³ Totalt sett kan det därför anses rimligt att betrakta fördelningen av hushållens finansiella investeringar i ett sådant perspektiv.

I tabell 6:1 nedan redovisas hushållens totala finansiella nettoinvesteringar fördelade på bankinlåning, obligationer och förlagsbevis, fondandelar, försäkringar samt svenska börsnoterade aktier för perioden 1978–1985. I den övre delen av tabellen redovisas de tillgångsslag i vilka hushållens nettoinvesteringar var positiva, medan de tillgångsslag i vilka hushållen gjorde negativa nettoinvesteringar redovisas i tabellens nedre del. Av tabellen framgår att hushållen varje år under perioden företog positiva nettoinvesteringar i samtliga tillgångsslag utom börsnoterade aktier, vilka nettosålades.

² Med bankinlåning avses sedlar, mynt och banktillgodohavanden.

³ Pålsson, A.-M., Hushållens finansiella sparande, 1972–1983. Stencil, Lunds universitet, september 1987.

Tabell 6:1 Hushållens finansiella nettoinvesteringar i bankinlåning, obligationer, försäkringar, fondandelar och svenska börsnoterade aktier år 1978–1985. Miljoner kronor.

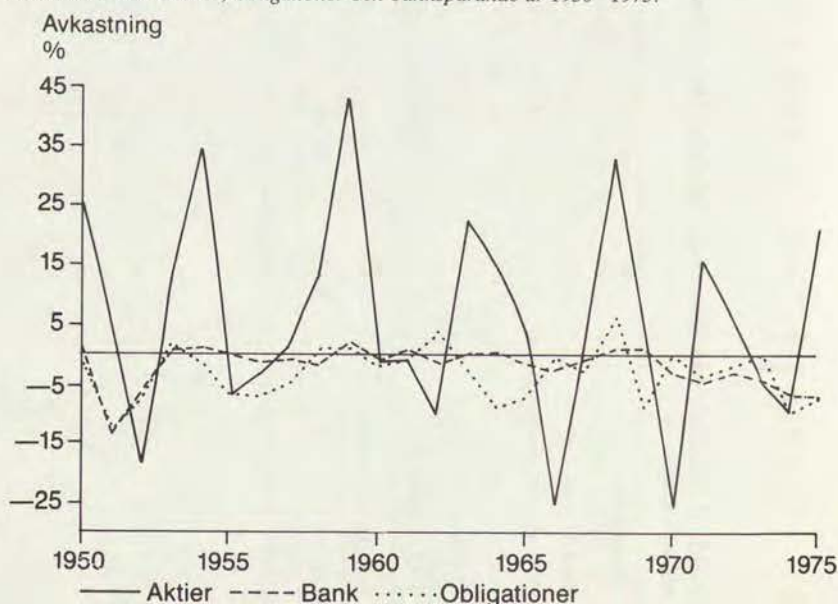
Tillgångslag	1978	%	1979	%	1980	%	1981	%	1982	%	1983	%	1984	%	1985	%
Bankinlåning	16 998	(70)	19 190	(70)	22 848	(64)	25 530	(77)	19 383	(60)	16 029	(41)	23 354	(50)	24 737	(48)
Obligationer och förlagsbevis	4 842	(20)	5 368	(20)	9 512	(27)	2 272	(7)	4 620	(14)	8 406	(22)	8 334	(18)	9 645	(19)
Fondandelar	26	(0)	104	(0)	122	(0)	1 437	(4)	3 393	(11)	5 514	(14)	5 335	(11)	6 805	(13)
Försäkringar	2 275	(9)	2 644	(10)	3 182	(9)	4 140	(12)	4 914	(15)	9 071	(23)	9 433	(20)	10 741	(21)
Totalt positiva	24 141	(100)	27 306	(100)	35 664	(100)	33 379	(100)	32 310	(100)	39 020	(100)	46 456	(100)	51 928	(100)
Svenska börsnoterade aktier	-374		-366		-1 447		-1 523		-2 376		-5 001		-4 510		-8 534	
Summa	23 767		26 940		34 217		31 856		29 934		34 019		41 946		43 394	

Källa: Nationalräkenskaper och kreditmarknadsstatistik, Statistiska centralbyrån.

Tabellen visar också att en förskjutning ägde rum i investeringarnas fördelning på olika tillgångsslag. Bankinlåningens andel av de positiva nettoinvesteringarna uppgick år 1978 till 70 %, men minskade trendmässigt till närmare 48 % år 1985. Nettoinvesteringar i obligationer svarade för i stort sett samma andel vid periodens slut som vid dess början, men uppvisade vissa år markant avvikande värden. Det senare torde hänga samman med bl. a. statens inlösen av vissa premieobligationslån utan motsvarande nyemissioner. Den mest markerade andelsökningen uppvisar hushållens nettoinvesteringar i fondandelar. Dessa svarade vid periodens början för mindre än 1 % av de positiva nettoinvesteringarna och vid periodens slut för närmare 13 % – en utveckling som torde vara starkt förknippad med införandet av möjligheterna till skattesubventionerat sparande i aktiespar- och sedermera allemansfonder. Det bör dock noteras att fondandelar även inkluderar andelar i fonder som helt eller delvis äger andra värdepapper än aktier och att det samlade värdet av sådana värdepapper vid periodens slut representerade mer än hälften av fondernas totala tillgångar. Vad slutligen gäller försäkringssparandet, visar tabellen att dess andel av de positiva nettoinvesteringarna mer än fördubblades under perioden, från 9 % till 21 %.

Avkastningen på svenska börsnoterade aktier har under efterkrigstiden varierat kraftigt, vilket i diagram 6:3 nedan illustreras för perioden 1950–1975. Genomsnittligt sett var avkastningen på aktier under den perioden väsentligt högre än på exempelvis obligationer och banksparande. En betydande nedgång kan emellertid noteras under periodens senare hälft.

Diagram 6:3 Årlig realavkastning efter skatt på fysiska personers investeringar i svenska börsnoterade aktier, obligationer och banksparande år 1950–1975.



Källa: Wohlin, L. och Lindörn, B., *Industrins tillväxt och långsiktiga finansiering*, i SOU 1978:13.

På uppdrag av utredningen har avkastningen på fysiska personers investeringar i olika finansiella investeringsobjekt beräknats även för perioden 1978–1985.⁴ Av beräkningarna framgår bl. a. att banksparande erbjöd den lägsta genomsnittliga årliga avkastningen under perioden som helhet medan avkastningen på aktier och aktiefonder var ojämförligt högst – oberoende av ägarens marginalsattesats, se tabell 6:2 och 6:3 nedan.

Tabell 6:2 Genomsnittlig årlig real avkastning efter skatt på investeringar i kapitalräkningskonto med 12 månaders uppsägningsstid under perioden 1978–1985.

Investeringsperiod ^a	Marginalskatt				
	0 %	20 %	40 %	60 %	80 %
1978–1985	0,58	–2,21	–3,08	–4,89	–6,76
1979–1985	1,00	–2,03	–2,81	–4,70	–6,65
1980–1985	1,79	–1,49	–2,05	–3,94	–5,91
1981–1985	1,91	–1,69	–1,90	–3,78	–5,74
1982–1985	2,40	–1,79	–1,42	–3,31	–5,29
1983–1985	3,71	1,76	–0,37	–2,39	–4,53
1984–1985	5,63	3,44	1,25	–0,91	–3,10

^aInvesteringsperioden avser den 1 januari–den 31 december.

Källa: Pålsson, A-M, Avkastningen på några aktuella sparformer, 1975–1985, Bilaga 5 till betänkandet.

Tabell 6:3 Genomsnittlig årlig real avkastning (värdestegring och direktavkastning) efter skatt på investeringar i svenska börsnoterade aktier under perioden 1978–1985.^a

Investeringsperiod ^b	Marginalskatt				
	0 %	20 %	40 %	60 %	80 %
1978–1985	18,9	16,9	15,0	12,9	10,8
1979–1985	22,9	20,8	18,7	16,5	14,2
1980–1985	25,4	22,9	20,5	18,0	15,3
1981–1985	19,9	17,2	14,5	11,7	8,8
1982–1985	17,2	12,8	10,8	7,4	4,0
1983–1985	1,4	–0,7	–2,1	–3,7	–5,4
1984–1985	22,9	17,3	11,6	6,1	0,3

^a Avkastningen på sparande i aktiespar- och allemansfonder motsvaras av de värden som ges av kolumnen för marginalsatten 0 %.

^bInvesteringsperioden avser den 1 januari–den 31 december. Beräkningarna utgår från antagandet att direktavkastningen, efter beskattning, återinvesteras.

Källa: Pålsson, A-M, Avkastningen på några aktuella sparformer, 1975–1985, Bilaga 5 till betänkandet.

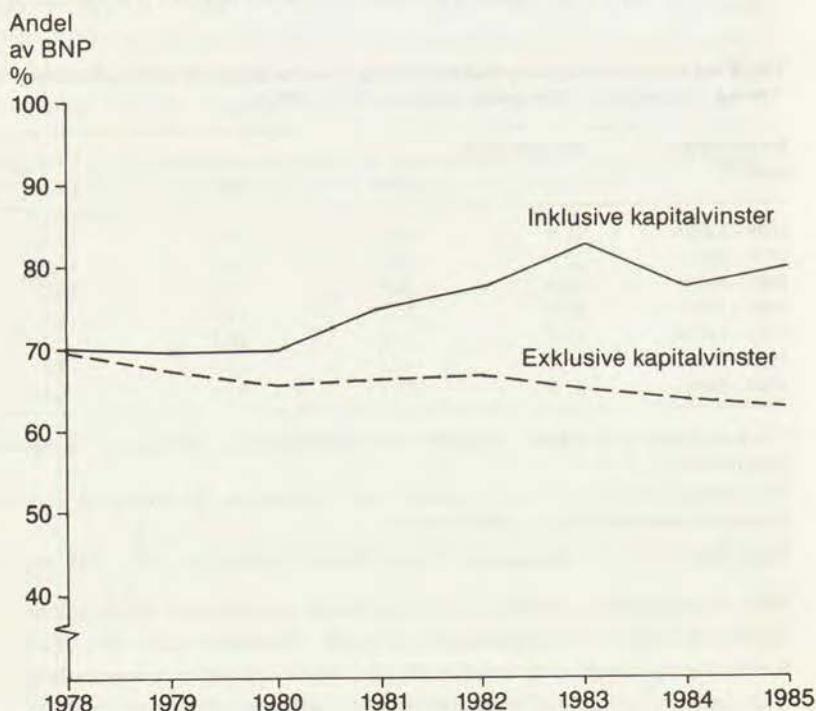
Med utgångspunkt i endast den konstaterade avkastningen synes således hushållens minskade banksparande rationellt. Detsamma gäller det ökade försäkringssparandet och framför allt det ökade sparandet i fondandelar. Vad däremot gäller nettoförsäljningen av börsnoterade aktier synes be-
teendet, mot bakgrund av endast denna utveckling, mindre motiverat.

⁴ Pålsson, A-M., Avkastningen på några aktuella sparformer, 1975–85. Bilaga 5 till betänkandet.

6.2.1.3 Hushållssektorns totala innehav av finansiella tillgångar

En adekvat bedömning av hushållens val mellan olika tillgångsslag kräver emellertid att hänsyn tas även till *effekten av icke realiserade värdeförändringar på de i hushållens portfölj ingående objekten*. Värdeförändringarna påverkar såväl storleken som sammansättningen av portföljen. Hushållens stock av finansiella tillgångar uppgick år 1978 till närmare 290 miljarder kronor, vilket motsvarade drygt 70 % av BNP. Som redovisats ovan föll hushållens finansiella investeringar under perioden 1978–1985. Beräknas effekten av dessa investeringar på ett sådant sätt att enbart de årliga nettoinvesteringarna fortlöpande adderas till tillgångarnas samlade värde vid utgången av år 1978, blir resultatet att hushållens finansiella tillgångar minskade med drygt 6 procentenheter av BNP under perioden. Detta illustreras av den undre kurvan i diagram 6:4 nedan. Om hänsyn tas även till icke realiserade värdeförändringar ändras emellertid resultatet radikalt. Den övre kurvan i diagrammet visar sålunda att hushållens totala finansiella tillgångar i realiteten steg med 10 procentenheter av BNP under perioden och vid utgången av år 1985 uppgick till omkring 80 % av BNP.

Diagram 6:4 Värdet av hushållssektorns samlade finansiella tillgångar vid utgången av år 1978–1985. Procent av BNP.

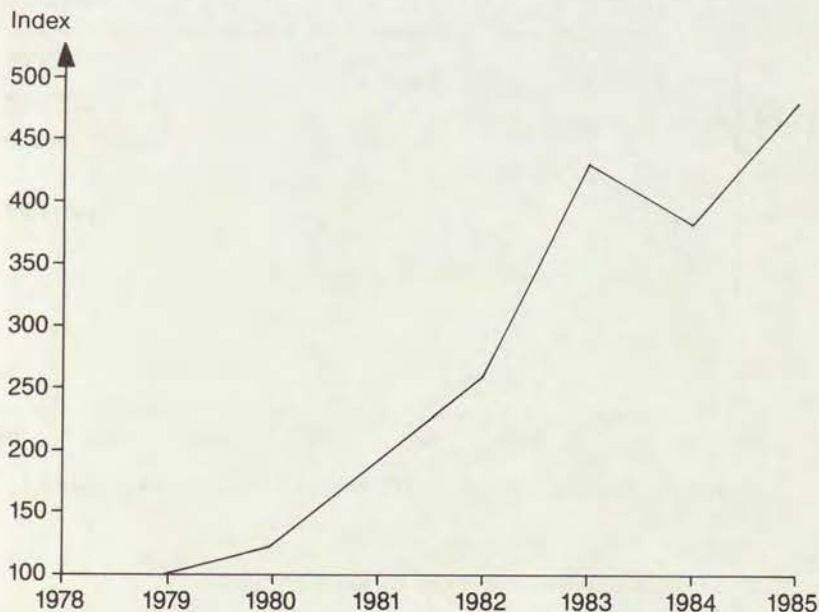


Anm. Värdet av hushållens försäkringstillgångar består i statistiken av försäkringsföretagens försäkringstekniska skuld till hushållen samt värdet av den s. k. återbäringsfonden. Inte någon av dessa poster regleras med hänsyn till eventuell värde-

stegring. Kapitalvinster är emellertid att betrakta som en del av försäkringstagarnas samlade fordran på försäkringsföretaget, varför statistiken underskattar värdet av hushållens försäkringstillgångar. Med hjälp av uppgifter från försäkringsinspektionen har utredningen uppskattat marknadsvärdet av livförsäkringsföretagens tillgångar. Beräkningarna ger vid handen att det samlade värdet av hushållens försäkrings-sparande skulle stiga med mindre än 10 % år 1985 vid beaktande av kapitalvinster. Det skulle i sin tur betyda att den övre kurvan i diagrammet för år 1985 försköts knappt 1 procentenhet uppåt.

Värdestegringen påverkar emellertid inte endast storleken på hushållens portfölj av finansiella tillgångar. I den mån värdet på de i portföljen ingående objekten utvecklas olika, kommer även *sammansättningen* av portföljen att förändras. I ett portföljvals-perspektiv måste därför en bedömning av hushållens agerande inbegripa också de kapitalvinster som under den studerade perioden uppkom på befintliga innehav av olika finansiella tillgångar och som inte realiserades under perioden. Av diagram 6:5 nedan framgår att Stockholms fondbörs aktieindex i det närmaste femdubblades mellan år 1978 och år 1985. För övriga finansiella tillgångar i hushållens portfölj var värdestegringen däremot i stort sett försumbar, varför kurs-utvecklingen på aktier kraftigt påverkade sammansättningen av hushållens finansiella portfölj.

Diagram 6:5 Stockholms fondbörs aktieindex åren 1978–1985. År 1979 = 100.



Som framgår av diagram 6:6 nedan var bankinlåning under hela perioden det största tillgångsslaget i portföljen. Med undantag för år 1984 föll dock bankinlåningens andel kontinuerligt från 58 % år 1978 till omkring 46 % år 1985. Obligationer uppvisade en relativt konstant andel under perioden, omkring 10 %. Detta var också fallet för försäkringar, trots att hushållen avsatte en allt större andel av de årliga finansiella nettoinvesteringarna till försäkringar. Förklaringen till att andelen för dessa tillgångsslag inte ökade trots fortlöpande nettoinvesteringar ligger främst i den kraftiga värdestegringen på börsnoterade aktier och fondandelar. Trots att hushållen under hela perioden var nettosäljare av börsnoterade aktier ökade aktiernas andel av hushållens finansiella tillgångar från omkring 8,5 % år 1978 till närmare 15 % vid utgången av år 1985. Genom såväl betydande nettoköp som värdestegringar ökade också den del av de finansiella tillgångarna som utgjordes av andelar i aktie-, aktiespar- och allemansfonder från knappt 0,3 % till närmare 4 %.

Diagram 6:6 Sammansättningen av hushållssektorns finansiella tillgångar vid utgången av år 1978–1985. Marknadsvärden.



Anm. Beträffande hushållens försäkringstillgångar se anmärkning vid diagram 6:4.

6.2.1.4 Hushållssektorns innehav av börsnoterade aktier

Den av fysiska personer direktägda andelen av den svenska börsaktiestocken har under hela efterkrigstiden minskat och denna utveckling synes ha varit särskilt markerad under de två senaste decennierna. Beräkningar från 1960-talets mitt uppskattar de fysiska personernas direktinnehav av börsno-

terade aktier till omkring 70 % av det dåvarande börsvärdet. Vid ingången av perioden 1978–1985 var andelen omkring 35 % och föll därefter under perioden till omkring 25 %. Som framgått av den internationella översikten i kapitel 5 är denna s.k. institutionalisering av aktieägandet inte något specifikt svenskt fenomen. En likartad utveckling kan iakttagas i flera länder.

För att en viss ägarkategori över tiden skall behålla sin andel av börsaktiestocken krävs att den fortlöpande nettoköper aktier i en omfattning som motsvarar stockens expansion i form av dels nyemitterade aktier i befintliga företag, dels nyintroducerade företags aktier.⁵ Den konstaterade tillbakagången för den av fysiska personer ägda andelen av börsaktiestocken skulle därför kunna vara resultatet av i huvudsak *tre typer av ägeranden*, nämligen:

- att fysiska personer nettosålde aktier till andra ägarkategorier under perioden
- att fysiska personer inte tecknade en andel av den under perioden nyemitterade aktiestocken i de bestående företagen som motsvarade deras andel av börsaktiestocken vid periodens början
- att fysiska personer varken förvärvade eller redan vid introduktionstillfället innehade aktier i de nyintroducerade företagen i en utsträckning som motsvarade deras andel av börsaktiestocken vid periodens början.

I avsnitt 4.3.1.6 ovan har visats att minst hälften av den konstaterade nedgången i de fysiska personernas andel av börsvärdet under den av utredningen studerade perioden var hänförlig till *nettoförsäljningar ur den bestående aktiestocken*. Det har i föreliggande kapitel också visats att hushållssektorn varje år under perioden nettosålde börsnoterade aktier. Mot bakgrund av att nyemissionsvolymen och introduktionen av nya företag på aktiemarknaden under tidigare år var relativt sett mindre än under den av utredningen studerade perioden torde också den långsiktiga tillbakagången för de fysiska personernas andel i allt väsentligt vara resultatet av *nettoförsäljningar ur den bestående aktiestocken*.

Vid en närmare granskning av orsakerna till detta beteende bör beaktas att den del av den totala börsaktiestocken som i statistiken hänförs till fysiska personer är ett aggregat av en rad enskilda aktieposter av synnerligen varierande storlek. Flertalet av dessa poster representerar endast mycket begränsade andelar i respektive företag, medan andra aktieposter är så stora att de ger ägaren möjlighet att utöva ett kontrollerande inflytande i företaget. I det förstnämnda fallet utgör aktierna vanligtvis en mindre del av ägarens portfölj av olika finansiella tillgångar, medan de i det sistnämnda fallet ofta utgör så gott som hela innehavet av finansiella tillgångar för ägaren i fråga. Beroende på skillnader i innehavens karaktär hos olika fysiska personer kan delvis olika orsaker sökas till de konstaterade nettoför-

⁵ En enskild aktör kan på en expanderande börs behålla sin andel av börsvärdet genom placeringar som utvecklas bättre än börsindex. Denna möjlighet torde inte föreligga för en hel ägarkategori.

säljningarna. Det är givetvis inte heller så att samtliga ägare inom kategorin fysiska personer nettosålt aktier, tvärtom finns det personer som varit nettoköpare av aktier såväl under den av utredningen studerade perioden som i ett längre tidsperspektiv.

Vad först gäller de ägare som i valet mellan olika tillgångsslag placerat en del av sin portfölj i aktier, kan konstateras att den reala avkastningen på aktier efter skatt för fysiska personers direktäggande, från 1950-talet till 1970-talets slut, genomsnittligt sett visserligen var högre än på exempelvis obligationer och banktillgodohavanden, men att aktieplaceringar också var förenade med ett väsentligt större risktagande i form av variation i avkastningen. Det skall också noteras att avkastningen på aktier sjönk mycket kraftigt under dessa år, medan risken var i stort sett oförändrad. Visserligen sjönk avkastningen även på obligationer och banktillgodohavanden, men inte lika mycket som avkastningen på aktier. De fysiska personernas nettoförsäljningar kan därvid betraktas som en förändring av tillgångarnas sammansättning med hänsyn till förväntad avkastning och risk.

Under perioden 1978–1985 var emellertid avkastningen på aktier genomsnittligt sett remarkabelt hög, vilket förklaras av en mycket kraftig värdestegring under periodens senare del. Nettoförsäljningarna under perioden kan mot denna bakgrund synas mindre motiverade, men det fanns faktorer som motiverade en viss försäljning.

För det första uppkom det under perioden möjligheter att placera mindre belopp i aktier på ett sådant sätt att avkastningen blev ännu högre än vad som ovan redovisats, nämligen i form av skattesubventionerade insättningar i aktiespar- och sedermera allemansfonder. Det får anses troligt att den ökade andel av börsaktiestocken som under perioden uppnåddes av dessa fonder delvis representerar uteblivna förvärv av nya aktier från fysiska personers sida och i viss mån också omplaceringar av fysiska personers tidigare direktägda aktieinnehav.

Som påpekats ovan måste vidare beaktas att aktier i förhållande till många andra tillgångsslag representerar en riskfylld placering. Trots en kraftig avkastning på aktieinvesteringar finns det därför skäl, för såväl fysiska personer som vissa andra ägarkategorier, att låta aktier utgöra endast en begränsad del av de samlade finansiella tillgångarna. Som visats ovan representerade aktier trots nettoförsäljningarna en nästan dubbelt så stor andel av hushållssektorns finansiella portfölj vid periodens slut som vid dess början. I det perspektivet kan en del av försäljningarna tolkas som att värdestegringen under perioden i viss utsträckning omvandlades till andra och mindre riskfyllda tillgångsslag, liksom till konsumtion.

För de fysiska personer som äger så stora andelar av aktiestocken i enskilda börsföretag att de kan sägas vara kontrollerande ägare, torde aktieinnehaven i fråga representera en mycket stor andel av de totala finansiella tillgångarna. Som närmare diskuteras i avsnitt 6.3 nedan kan dessa innehav ses som uttryck för att ägaren värderar kontrollmöjligheten högre än den riskreducering som skulle kunna uppnås genom en diversifiering av portföljen. Under den av utredningen studerade perioden förekom

att hela eller delar av sådana aktieinnehav såldes till andra ägarkategorier. I en vid bemärkelse kan även dessa försäljningar betraktas som en förändring av sammansättningen av ägarens finansiella portfölj, motiverad av en avvägning mellan förväntad avkastning och risk för olika tillgångsslag.

För denna typ av aktieinnehav har utvecklingen i riktning mot institutionellt ägande, framför allt i ett längre tidsperspektiv, också påverkats av den splittring av innehaven som ofta uppkommit i samband med arvsskiften efter den ursprunglige ägaren. Arvingarna har i många fall saknat incitament att behålla aktieinnehavet intakt och därför bjudit ut det till försäljning, varvid det förvärvats av i första hand de allt kapitalstarkare juridiska personerna.

Beträffande det andra av de tre ägeranden som skulle kunna förklara nedgången i de fysiska personernas direktägarande av börsnoterade aktier, ett oproportionellt lågt *deltagande i nyemissioner*, kan inledningsvis konstateras en stor del av riskkapitalet i de svenska börsföretagen ursprungligen tillskötts av ett fåtal fysiska personer i samband med företagens grundande. För att kunna uppnå och bevara en ur konkurrenssynpunkt lämplig storlek på dessa företag har krävts kontinuerliga tillskott av kapital, vilket i betydande utsträckning kunnat tillgodoses genom företagens egna vinstmedel. Det har emellertid också varit nödvändigt att vidga företagens bas av eget kapital genom nyemissioner av aktier. Inte sällan har företagens ursprungliga ägare därvid funnit det lämpligt – eller av likviditetsskäl nödvändigt – att låta andra teckna aktier i företagen. Som redovisas i avsnitten 6.2.2–6.2.7 nedan har förutsättningarna för deltagande i dessa emissioner varit särskilt goda för de juridiska personer till vilka allt större mängder sparade medel kanaliserats och för vilka de skattemässiga villkoren för förvärv och innehav av aktier varit mer gynnsamma än för fysiska personer.

Den totala nyemissionsvolymen i de företag som under hela den studerade perioden återfanns på börslistorna var under 1980-talets första hälft mycket stor i förhållande till vad som var fallet under exempelvis 1970-talet. Närmare två tredjedelar av den totala nyemissionsvolymen (exkl. apportemissioner) under perioden utgjordes av emissioner vid vilka företagens befintliga ägare hade företräde att teckna de nya aktierna, medan resterande emissioner var s.k. riktade emissioner, vid vilka de befintliga ägarnas företrädesrätt till nyteckning åsidosattes.

Vad först gäller emissioner med företrädesrätt för ägarna kan noteras att det förekom ett betydande utbud av teckningsrätter i små poster på marknaden under den studerade perioden, vilket enligt flera bedömare i huvudsak emanerade från fysiska personer. För de ägare som vid denna typ av emissioner ställs inför valet att teckna eller inte teckna nya aktier är valet teoretiskt sett inte annorlunda än valet mellan att sälja eller inte sälja redan innehavda aktier. De förklaringar till de fysiska personernas nettoförsäljningar av aktier som med utgångspunkt i den s.k. portföljvalsteorin diskuterats ovan kan därför antas utgöra förklaringar också till att kategorin inte utnyttjade befintliga möjligheter att teckna nya aktier. Emellertid måste vid nyemissioner också beaktas att ägarna av likviditetsskäl kan vara

tvungna att avstå från ett teckningserbjudande.

Vad därefter gäller de nyemissioner som under perioden i fråga genomfördes utan företrädesrätt för befintliga ägare i företagen, kan i korthet konstateras att de i allt väsentligt var riktade till utländska placerare. De bidrog därigenom på ett direkt sätt till nedgången i svenska fysiska personers andel av börsvärdet.

Under senare år har företagen genom apportemissioner i allt större utsträckning kommit att utnyttja nyemitterade aktier som betalningsmedel vid förvärv av andra företag. Förvärvet tillgår då så att aktieägarna i det förvärvade företaget i utbyte mot sina gamla aktier erhåller nyemitterade aktier i det köpande företaget. Under förutsättning att såväl det köpande som det uppköpta företaget är börsföretag medför dessa emissioner inte i sig någon förändring av börsaktiestockens fördelning på ägarkategorier. Det kan dock noteras att ägarna till de aktier som byts ut är skattskyldiga för den realisationsvinst som kan uppkomma vid bytet, vilket av likviditets-skäl kan tvinga dem att sälja en del av de erhållna aktierna. Det stora antal uppköp av börsföretag som med hjälp av apportemissioner genomfördes under den studerade perioden bidrog sannolikt, på detta indirekta sätt, i någon mån till nedgången i de fysiska personernas andel av börsvärdet.

Vad slutligen gäller det sistnämnda av de tre ageranden som skulle kunna ligga bakom den konstaterade nedgången i de fysiska personernas andel av börsvärdet nämligen ett oproportionellt litet *förvärv och innehav av aktier i de företag som börsintroducerades under perioden*, har i avsnitt 4.3.1.6 visats att de fysiska personerna år 1985 innehade en större andel av aktiestocken i dessa företag än i genomsnittet för samtliga börsföretag, varför tillkomsten av nya företag på börslistorna inte bidrog till den minskade andelen för de fysiska personerna. Tvärtom medförde tillkomsten av nya företag att nedgången blev något mindre än den annars skulle ha blivit.

Som avslutande förklaringar till den för fysiska personer minskade andelen av börsvärdet under den av utredningen studerade perioden bör också framhållas två företeelser som delvis faller utanför de ageranden som ovan diskuterats. De kan närmast beskrivas som att ägare över tiden, av skatte- eller andra skäl, ändrar kategoritillhörighet.

Till kategorin fysiska personers aktieinnehav hänförs i statistiken endast aktier som ägs direkt av enskilda individer. Aktier ägda av exempelvis ett förvaltningsföretag hänförs till juridiska personers ägande, även om förvaltningsföretaget i sin helhet ägs och kontrolleras av en eller ett fåtal fysiska personer. En grov beräkning tyder på att en mindre del av tillbakagången för fysiska personers direktäggande kan vara ett resultat av att vissa fysiska personers aktieinnehav överfördes till förvaltningsföretag under perioden. Betydelsen därav bör dock inte överskattas då familjekontrollerade förvaltningsföretag kan beräknas ha innehaft högst 3 % av börsaktiestockens samlade värde år 1985.

En liten del av nedgången i de fysiska personernas andel av börsvärdet kan också hänföras till att vissa stora ägare flyttade från Sverige till utlandet under perioden. Sammantaget torde dock utflyttningar av detta slag inte

kunna förklara mer än omkring *en* procentenhet av nedgången, vilket delvis beror på att flera av de stora ägare som lämnade landet redan före utflyttningen bedrev sin verksamhet via förvaltningsföretag, varvid börsaktieinnehaven i statistiken klassificerades som tillhöriga kategorin juridiska personer.

6.2.2 Aktiefonder, aktiesparfonder och allemansfonder

Det finansiella risktagande som förvärv av aktier i ett visst företag innebär – och som kommer till uttryck i en variation i avkastningen på aktierna – kan sägas bestå av två delar, nämligen en systematisk och en osystematisk risk. Den systematiska risken är gemensam för alla företag och benämns därför ibland marknadsrisk. Den härrör från exempelvis en allmän nedgång i ekonomin eller generella förändringar i betingelserna för att inneha aktier. Den osystematiska risken däremot är hänförlig till varje enskilt företag och benämns därför även företagsspecifik risk. Genom en lämplig fördelning av en aktieportfölj på aktier i olika företag kan den osystematiska risken i portföljen elimineras, varför en ägare inte behöver bära större osystematisk risk än han själv önskar.

Varje ägare kan naturligtvis själv hantera sin aktieportfölj och kontinuerligt bevaka att den har en lämplig fördelning. Då detta emellertid är förenat med såväl informations- som transaktionskostnader, kan ägaren i stället genomföra en investering i aktier på det sättet att han förvärvar en andel i en juridisk person som i sin tur äger och förvaltar en aktieportfölj. De mest renodlade formerna för denna typ av mellanhandsägare representeras i Sverige av dels aktie-, aktiespar- och allemansfonder, dels investmentföretag, vilka alla har en entydigt intermediär funktion på kapitalmarknaden. Till kategorin mellanhandsägare hör emellertid också en rad företag, vilkas huvudsakliga verksamhetsföremål är ett annat än att äga och förvalta aktier, men som också innehar betydande aktieportföljer.

Aktiefonder var redan under 1900-talets första decennier en etablerad ägarkategori framför allt i Förenta staterna, men också i vissa europeiska länder med väl utvecklade aktiemarknader. I Sverige är denna ägarkategori däremot väsentligt yngre. Den första aktiefondsverksamheten startades år 1932 av det Stockholms Enskilda Bank närstående företaget AB Svenska Aktier. Verksamheten hade dock en förhållandevis begränsad omfattning och det dröjde närmare trettio år innan sparande i aktiefonder fick en mer allmän spridning. År 1958 bildades Stiftelsen Aktietjänst som i sin tur startade de s.k. Koncentrafonderna, vilka förvaltades av Svenska Handelsbanken. Under 1960-talet startades aktiefondsverksamhet av bland annat Skandinaviska Banken (Stiftelsen Skandifond) och sparbanksrörelsen (Stiftelsen Sparinvest).

I Sverige saknades också länge särskilda lagregler rörande denna typ av verksamhet, varför det i flera avseenden rådde oklarhet om de rättsliga förhållandena mellan de i fondverksamheten inblandade parterna. På uppdrag av regeringen utarbetade emellertid den s.k. aktiefondsutredningen år

1969 ett förslag till lagstiftning på området (SOU 1969:16), vilket resulterade i den alltså gällande 1974 års aktiefondslag. Denna lag är också utgångspunkt för regleringen av de senare inrättade aktiespar- och allmansfonderna.

6.2.2.1 Fondernas organisation och verksamhet

Aktiefonder

Fonder för investeringar i värdepapper kan vara uppbyggda på två principiellt olika sätt, nämligen som slutna respektive öppna fonder. En *sluten fond* utmärks av att det sammanlagda antalet fondandelar är bestämt från början och att detta antal inte kan ökas eller minskas annat än i formbunden ordning, dvs. utan att de bestämmelser som reglerar verksamheten ändras. Andelarna är som regel föremål för handel, varför priset på dem blir beroende inte bara av värdet av de i fonden ingående värdepapperen utan också av tillgång och efterfrågan på andelarna. Slutna fonder är normalt konstruerade som aktiebolag, där andelarna motsvaras av aktier i bolaget. Det är i denna form de i Sverige förekommande investmentföretagen är organiserade. I ett investmentbolag är således värdepappersinnehavet en del av bolagets egen förmögenhet, i vilken också kan ingå annan egendom. Tillskott av medel från nya ägare kan i dessa bolag ske endast genom teckning av och betalning för aktier i samband med emissioner. Bolaget kan inte heller annat än i formbunden ordning, exempelvis i samband med nedsättning av aktiekapitalet, lösa in aktier från befintliga ägare.

En *öppen fond* karakteriseras framför allt av att andelsägarna kan lösa in sina andelar hos fonden. Fonden ökar i storlek genom försäljning av nya fondandelar och minskar genom att befintliga andelar löses in. Värdet på en andel i en öppen fond motsvarar därför vid varje tidpunkt det sammanlagda värdet av fondens värdepapper dividerat med antalet utelöpande andelar. Även öppna fonder kan konstrueras som aktiebolag, men det förutsätter att bolaget har möjlighet att genom ett enkelt förfarande öka och minska sitt aktiekapital. Den svenska aktiebolagslagen uppställer emellertid stränga formregler för denna typ av åtgärder och förbjuder i princip aktiebolag att förvärva egna aktier. Mot denna bakgrund är de i Sverige förekommande aktiefonderna konstruerade i en kontraktuell form med tre parter, vilkas inbördes förhållanden regleras genom avtal. Ett förvaltande företag, fondbolag, ombesörjer försäljning och inlösen av andelar i en fond och sköter placeringar i en värdepappersportfölj. Övriga parter är en förvaringsbank som har hand om de värdepapper som ingår i portföljen, samt investerarna. Aktiefonden är visserligen inte en självständig juridisk person, men är likväl en i förhållande till fondbolaget fristående förmögenhetsmassa som ägs av andelsägarna.

Aktiefondsutredningen föreslog att styrelsen i ett fondbolag skulle bestå av minst fem ledamöter och att minst en av dem skulle utses av andelsägarna eller bankinspektionen med uppgift att bevaka andelsägarnas

intressen. Förslaget innebar också att rösträtten för de aktier som innehades av en aktiefond skulle utövas av fondbolaget och dess styrelse som därvid hade att handla uteslutande i fondandelsägarnas gemensamma intresse. Utredningen konstaterade att fondbolagens styrelser och ytterst de intressenter som stod bakom fondbolagen, till följd av denna organisatoriska ordning, skulle kunna utöva ett större inflytande inom näringslivet än som stod i proportion till deras egna kapitalinsatser i fondbolagen. Inflytandet skulle i stor utsträckning komma att grundas på de anonyma fondandelsägarnas tillskott till fonderna. Med hänsyn till önskemålet att förhindra en från samhälls- synpunkt "föga önskvärd maktkoncentration inom näringslivet" föreslog utredningen därför vidare att varje fondbolags aktiefonder tillsammans inte skulle få inneha mer än 5 % av aktierna i ett och samma företag eller, om företaget givit ut aktier med olika röstvärden, 5 % av röstetalet för samtliga aktier i företaget.

Regeringen önskade emellertid åstadkomma en närmare koppling mellan andelsägarna och rösträttens utövande, varför den föreslog dels att andelsägarna skulle utse en representant för varje påbörjat tretal styrelseledamöter, dels att endast dessa representanter skulle ha rätt att besluta om rösträttens utövande. I propositionen konstateras att det motiv som förestavade utredningens förslag om en femprocentsgräns i de enskilda företagen därigenom i viss mån försvagades, men "att ett stort engagemang i ett och samma företag kan vara mindre önskvärt också av andra skäl än syftet att motverka maktkoncentration". Regeln kunde bl. a. bidra till riskfördelningen inom en fond. I propositionen godtogs därför utredningens förslag att införa en femprocentsgräns för varje aktiefonds kapital- och röstandel i enskilda företag.

Riksdagen biföll i allt väsentligt regeringens förslag till aktiefondslag, men gjorde på en punkt en väsentlig ändring. I stället för att tillerkänna andelsägarrepresentanterna en exklusiv rätt att delta i styrelsebeslut om hur rösträtten för fondernas aktieinnehav skall utövas, fastslog riksdagen att beslutet i vanlig ordning skall fattas av styrelsen i dess helhet. Beslutet blir dock giltigt endast under förutsättning att det biträds av minst hälften av andelsägarrepresentanterna.

Vad gäller aktiefondernas placeringspolitik föreskriver aktiefondslagen att tillförda medel så snart det anses lämpligt skall placeras i värdepapper. Lagen anger också vilka typer av värdepapper fonden får förvärva. Det är bl. a. svenska aktier och andra svenska värdepapper, men också utländska värdepapper som är föremål för notering och handel vid fondbörs. I syfte att främja en lämplig fördelning av fondernas förlustrisker föreskriver lagen också att en aktiefond i princip inte får inneha värdepapper från en och samma utfärdare i vidare mån än att dessa totalt representerar 10 % av fondens värde.

Aktiefonder är skattskyldiga för erhållna utdelningar och ränteintäkter, men får göra avdrag för utdelningar till andelsägarna. Dessa beskattas i sin tur för utdelningarna på samma sätt som för aktieutdelningar. För realisationsvinster på avyttrade aktier beskattas aktiefonder enligt de vanliga

realisationsvinstreglerna om aktierna innehafts kortare tid än två år. Har de avyttrade aktierna innehafts två år eller längre tid gäller däremot, sedan år 1980, att realisationsvinsten inte beskattas. Genom utdelning till andelsägarna och åtföljande avdragsrätt har emellertid aktiefonderna möjlighet att helt eller delvis undgå beskattning även för aktier som innehafts kortare tid än två år. Andelsägarna är skattskyldiga vid försäljning av fondandelar på samma sätt som vid försäljning av aktier.

Vid ingången av perioden 1978–1985 fanns det i Sverige 17 aktiefonder med en sammanlagd fondförmögenhet uppgående till omkring 800 miljoner kronor, varav knappt 700 miljoner kronor var hänförligt till svenska börsnoterade aktier. Fondernas aktieinnehav representerade således omkring 1,5 % av det dåvarande börsvärdet vid Stockholms fondbörs.

Aktiesparfonder

Våren 1977 tillsatte den året dessförinnan tillträdde borgerliga regeringen en utredning med uppgift att utreda möjligheten att stimulera hushållens sparande och att kanalisera ett ökat sparande till kapitalbildning i näringslivet. Mot bakgrund av de resultat utredningen presenterade (Ds E 1978:1) framlade regeringen ett år senare ett förslag om s.k. skattesparande, vilket omfattade sparande i dels bank, dels s.k. *aktiesparfonder*. Skattesparandet var öppet endast för fysiska personer och en övre gräns sattes för det årliga sparbeloppet. I syfte att stimulera sparandet erbjöds insättningarna skattesubventioner i form av dels skattefrihet för värdestegring, utdelning och räntekomster under sparåret och de närmast följande fem åren, dels en direkt reduktion av statsskatten motsvarande 20 % av det under året sparade beloppet.

Aktiesparfonderna erhöll en organisatorisk uppbyggnad och verksamhetsinriktning som nära anslöt till aktiefonderna och kom i huvudsak också att regleras av 1974 års aktiefondslag. Nämnvärda avvikelser gjordes dock på två punkter, varav den ena rörde fondernas organisation och den andra deras placeringsmöjligheter.

I likhet med vad som gällde för aktiefonderna föreskrevs att varje aktiesparfond skulle förvaltas av ett fondbolag. För aktiesparfonderna stadgades emellertid att styrelsen för detta bolag skulle bestå av minst sju ledamöter samt att två av dessa skulle utses av regeringen och minst hälften av de återstående ledamöterna utses av andelsägarna. I fråga om rösträtten för de av fonden innehavda aktierna gjordes däremot inte några ändringar i förhållande till de vanliga aktiefonderna. Rösträtten för aktiesparfondernas aktier skulle således utövas enligt beslut av fondbolagets styrelse, vilket blev giltigt endast om det biträdades av minst hälften av andelsägarrepresentanterna i styrelsen.

Beträffande placeringsmöjligheterna gjordes i förhållande till aktiefonderna avvikelser att aktiesparfonderna i princip tilläts förvärva endast svenska aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller noterade på den dåvarande fondhandlarlistan. Aktiesparfonderna tilläts inte förvärva utländska aktier.

Till skillnad från aktiefonderna befriades aktiesparfonderna från skattskyldighet för utdelnings- och ränteinkomster, medan någon skillnad inte gjordes med avseende på realisationsvinstbeskattningen. I likhet med aktiefonderna var aktiesparfonderna således befriade från skattskyldighet för realisationsvinster på aktier som avyttrades efter en innehavstid om minst två år.

Vid ingången av år 1981 öppnades också möjlighet för de anställda i företag med aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs att bilda s. k. *företagsanknutna aktiesparfonder* med uppgift att förvärva aktier i endast det egna företaget eller koncernen. Dessa fonder omfattades följaktligen inte av regeln att maximalt 10 % av en aktiefonds värde får utgöras av värdepapper från en och samma utgivare. Vid vissa företag bildades också fonder som formellt sett var öppna för allmänheten, men i realiteten vände sig endast till de anställda. De var således inte företagsanknutna i lagens mening, men äsyftade att placera mer än en tiondel av fondförmögenheten i det egna företaget. Fonderna beviljades därför dispens från den aktuella begränsningsregeln och tilläts placera upp till 25 % av fondförmögenheten i det egna företaget.

Trots skattesubventionerna till andelsägarna blev anslutningen till aktiesparfonderna under de två första verksamhetsåren, 1979 och 1980, förhållandevis begränsad. I januari 1980 ökades därför skattereduktionen till 30 % av det årligen sparade beloppet och i december samma år höjdes den övre gränsen för det årliga sparbeloppet. Därefter skedde en kraftig tillväxt i antalet aktiefondskonton under år 1981 och år 1982. I september 1983 fanns det totalt sju aktiesparfonder med tillsammans drygt 530 000 aktiefondskonton och en sammanlagd fondförmögenhet på omkring 8 miljarder kronor. Därtill skall läggas knappt 60 000 konton i 46 företagsanknutna aktiesparfonder och 15 aktiesparfonder vid företag. Den samlade fondförmögenheten i dessa 61 fonder uppgick till omkring 800 miljoner kronor.⁶

Allemanfonder

Mot bakgrund av kritik som i olika avseenden riktades mot skattesparandet tillsatte den år 1982 tillträdde socialdemokratiska regeringen en ny utredning med uppdrag att utreda frågor om stimulanser av hushållens sparande. Utredningen föreslog (Ds Fi 1983:15) att en ny sparform, sedermera kallad allemanssparande, skulle inrättas och att skattesparandet i samband därmed skulle upphöra. Regeringen följde utredningens förslag och riksdagen beslutade att allemanssparandet skulle träda i kraft den 1 april 1984.

I likhet med skattesparandet är allemanssparandet ett skattesubventionerat sparande öppet endast för fysiska personer, vilket kan ske antingen i bank på ett s.k. allemanssparkonto eller i värdepapper i en s.k. *allemans-*

⁶ Varje sparare var berättigad att inneha två aktiefondskonton, varför antalet konton inte direkt kan översättas till antal andelsägare.

fond.⁷ Andelsägarna i en allemansfond är helt befriade från skattskyldighet för den vinst som kan uppkomma vid inlösen av fondandelarna. Däremot är allemanssparandet inte förenat med någon direkt reduktion av statsskatten av det slag som gällde för skattesparandet.

På samma sätt som aktiesparfonderna baseras allemansfondernas organisatoriska uppbyggnad och verksamhet i allt väsentligt på 1974 års aktiefondslag. Regeringen önskade dock åstadkomma ett större inflytande för andelsägarna i allemansfonderna än vad som varit fallet i aktiesparfonderna. I fråga om sammansättningen av fondbolagets styrelse gjordes därför den förändringen att majoriteten av styrelsen, inklusive ordföranden, skall utses av en årligen hållen andelsägarstämma. Av övriga ledamöter skall två utses av regeringen och minst en av bolagsstämman i fondbolaget. Vidare föreskrivs, i enlighet med vad som ursprungligen föreslogs gälla för aktiefonderna, att endast de av andelsägarna utsedda representanterna äger rätt att deltaga i beslut om utövande av rösträtt för fondernas aktieinnehav.

Varken i lagen eller i dess förarbeten anges vilka regler som skall gälla för andelsägarstämmans val av dessa representanter. Reglerna fastställs av bankinspektionen efter ansökan från fondbolaget och varierar i flera avseenden från en fond till en annan. Enligt vad utredningen erfarit tillämpar samtliga fonder principen att det antal röster som vid stämman tillkommer varje andelsägare bestäms av antalet innehavda andelar. Däremot föreligger skillnader mellan fonderna i så måtto att en del av dem uppställer begränsningsregler med avseende på det antal andelar som en ägare får utöva rösträtt för – en begränsning som har likheter med aktiebolagslagens s.k. tjugoprocentsregel (se avsnitt 4.3.1.3).

I fråga om placeringsverksamheten tilldelades allemansfonderna rätt att placera förvaltade medel även i olika typer av statspapper. Det sammanlagda värdet av dessa papper får dock inte överstiga 25 % av fondförmögenheten.

I likhet med skattesparfonderna befriades allemansfonderna från skattskyldighet för utdelnings- och ränteinkomster. Dessa skall i stället adderas till fonden och ökar andelarnas värde. Till skillnad från aktiesparfonderna befriades allemansfonderna också helt från realisationsvinstbeskattning på aktier och andra värdepapper.⁸

I samband med allemanssparandets införande upphörde också möjligheten att göra nya insättningar i skattesparandet. Aktiesparfonderna finns emellertid kvar och består av de medel som på detta sätt sparades till och med utgången av mars 1984 minskat med de uttag som därefter gjorts. Fonderna förvaltas av de ursprungliga fondbolagen och de regler som gäller för förvaltningen av allemansfonderna omfattar nu även aktiesparfonderna.

⁷ I likhet med vad som var fallet i skattesparandet finns det inom ramen för allemanssparandet även möjlighet att bilda företagsanknutna fonder.

⁸ Lagtekniskt är skattebefrielsen utformad så att allemansfonderna är skattskyldiga endast för inkomst av fastighet och rörelse.

6.2.2.2 Fondernas investeringar och totala innehav av finansiella tillgångar

För såväl aktiefonder som aktiespar- och allemansfonder gäller att *de medel som används för investeringar* utgörs av dels *internt genererat kapital* i form av rörelseöverskott, dels *externt tillfört kapital* i form av andelsägarnas nettoförvärv av andelar. I begränsad utsträckning anskaffar fonderna också externt kapital i form av lån. Det har i den för utredningen tillgängliga statistiken inte varit möjligt att särskilja internt och externt kapital för var och en av de olika fondtyperna. Det är dock uppenbart att det för investeringar använda kapitalet i allt väsentligt utgörs av andelsägarnas nettoförvärv av andelar, medan rörelseöverskott och upptagna lån har en i det avseendet marginell betydelse.

Inte någon av de tre fondtyperna äger rätt att investera förvaltade medel i reala tillgångar, varför *valet mellan reala och finansiella investeringar* kan lämnas därhän. Vad därefter gäller *valet mellan olika finansiella tillgångsslag* har ovan pekats på vissa skillnader i fondernas placeringsmöjligheter, där aktiefonder har förhållandevis stora möjligheter att välja mellan olika typer av värdepapper, medan aktiespar- och allemansfonder i större utsträckning är begränsade till att placera i aktier.

Vad gäller utvecklingen av de tre fondtypernas verksamhet kan i korthet konstateras följande. Den traditionella aktiefondsverksamheten fick, som tidigare påpekats, en större spridning i Sverige först under 1960-talet. År 1970 fanns det totalt sex aktiefonder med ett sammanlagt innehav av svenska börsnoterade aktier till ett värde av 123 miljoner kronor, vilket motsvarade 0,5 % av det dåvarande börsvärdet vid Stockholms fondbörs. Som framgår av tabell 6:4 ökade antalet fonder därefter successivt och fonderna nettoköpte aktier varje år fram till år 1978. Vid ingången av perioden 1978–1985 fanns det 17 aktiefonder, vilkas innehav av svenska börsnoterade aktier representerade omkring 1,5 % av börsvärdet. Därefter minskade andelen successivt under perioden och uppgick vid utgången av år 1985 till endast 0,7 % av börsvärdet. Med undantag för år 1981 nettosålde aktiefonderna svenska börsnoterade aktier varje år under perioden. Den kraftiga ökning i antalet aktiefonder som tabellen visar under periodens senare del beror på tillkomsten av obligations- och s.k. avkastningsfonder, av vilka de sistnämnda placerar förvaltade medel i framför allt räntebärande papper på penningmarknaden. Detta framgår också av den snabbt växande andelen obligationer, statsskuldväxlar m. m. bland fondernas totala finansiella tillgångar.

Aktiesparfondernas verksamhet startade år 1978 och upphörde, i den bemärkelsen att nya insättningar inte längre kunde göras, den sista mars 1984. Som framgår av tabell 6:5 nedan tillfördes fonderna under denna period omkring 6 miljarder kronor i form av sparade medel och nettoköpte aktier under vart och ett av åren. Vid utgången av år 1983 innehade aktiesparfonderna svenska börsnoterade aktier till ett värde av knappt 10 miljarder kronor, vilket motsvarade 4 % av det dåvarande börsvärdet.

Tabell 6:4 Aktiefondernas utveckling år 1970–1985. Miljoner kronor.

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Antal fonder	6	6	6	9	10	11	14	16	17	17	18	21	23 ^a	23 ^a	38 ^a	46 ^a
Innehav av svenska börsnoterade aktier	123	168	230	236	233	448	625	570	677	621	652	1 035	1 272	1 876	1 490	1 936
Nettotransaktioner i svenska börsnoterade aktier	15	26	33	9	7	130	181	49	20	-67	-79	39	-351	-107	-273 ^b	-118
Andel av börsvärdet (%)	0,5	0,6	0,7	0,7	0,7	1,1	1,4	1,6	1,5	1,4	1,2	1,1	0,9	0,8	0,6	0,7
Innehav av utländska aktier	21	27	48	46	39	70	83	112	131	156	244	281	475	1 026	884	885
Innehav av obligationer, förlagsbevis m. m.	- ^c	- ^c	- ^c	- ^c	- ^c	- ^c	- ^c	42	53	36	- ^c	21	811	3 418	4 395	5 299
Innehav av statsskuldväxlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	634	1 383	3 969	6 282
Innehav av övriga tillgångar	15	9	14	74	103	100	118	67	33	53	- ^c	193	456	880	2 090	4 850

^a Inkl. obligations- och avkastningsfonder.^b Avser andra, tredje och fjärde kvartalet.^c Uppgift saknas.

Källa: Kreditmarknadsstatistik, Statistiska centralbyrån.

Under år 1984 nettosålde fonderna aktier för närmare 800 miljoner kronor, medan nettot år 1985 var obetydligt positivt. Vid utgången av år 1985 var aktiesparfondernas andel av det totala börsvärdet 3,8 %.

Tabell 6:5 Aktiesparfondernas utveckling under perioden 1978–1985. Miljoner kronor.^a

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Antal fonder	–	7	7	7	7	7	7	7
Andel av börsvärdet (%)	–	0,3	0,6	1,9	3,5	4,0	3,6	3,8
Nettotransaktioner i aktier	–	–	156	1 084	1 576	1 758	–770 ^b	3
Innehav av aktier	–	136	343	1 780	4 750	9 766	8 268	10 833
Innehav av övriga tillgångar	–	21	30	145	286	565	1 910	1 553
Sparande under året i aktiesparfonder ^c	28	129	150	1 272	1 949	2 097	453	0

^a Exkl. företagsanknutna fonder och fonder.

^b Avser andra, tredje och fjärde kvartalen.

^c Inkl. sparande i företagsanknutna fonder (ca 10 %).

Källa: Kreditmarknadsstatistik, Statistiska centralbyrån.

Allemansfonderna startade sin verksamhet i april 1984. Under de knappt två verksamhetsår som rymts inom den av utredningen studerade perioden öppnades drygt 500 000 konton⁹ för sparande i allemansfonder och de totala insättningarna uppgick till omkring 3 miljarder kronor. Av dessa medel användes 2,5 miljarder kronor för förvärv av svenska börsnoterade aktier. Vid utgången av år 1985 representerade allemansfondernas aktieinnehav 1,1 % av det totala börsvärdet.

Tabell 6:6 Allemansfondernas utveckling under perioden 1984–1985. Miljoner kronor.^a

	1984	1985
Antal fonder	26	26
Andel av börsvärdet (%)	0,4	1,1
Nettotransaktioner i aktier	896 ^b	1 618
Innehav av aktier	834	3 167
Innehav av övriga tillgångar	648	601
Sparande under året i allemansfonder ^c	1 571	1 505

^a Exkl. företagsanknutna fonder och fonder knutna till företag men öppna för allmänheten.

^b Avser andra, tredje och fjärde kvartalen.

^c Inkl. sparande i företagsanknutna fonder (ca 10 %).

Källa: Kreditmarknadsstatistik, Statistiska centralbyrån.

⁹ I likhet med vad som ovan sagts beträffande aktiefondskonton, gäller inom allemanssparandet att varje sparare är berättigad att inneha två allemansfondskonton, varför antalet konton inte direkt kan översättas till antal andelsägare.

6.2.2.3 Fondernas innehav av börsnoterade aktier

Sammantaget visar utredningens genomgång att den andel av det totala börsvärdet som kan hänföras till fonder för sparande i aktier mer än tredubblades under perioden 1978–1985, från 1,5 % till 5,6 %. Som framgår av tabell 6:7 förklaras denna uppgång helt av utvecklingen av det skattesubventionerade sparandet i aktiespar- och allemansfonder, medan de traditionella aktiefondernas andel halverades under perioden.

Tabell 6:7 Andelar av börsvärdet för aktie-, aktiespar- och allemansfonder åren 1978–1985.^a

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Aktiefonder	1,5	1,4	1,2	1,1	0,9	0,8	0,6	0,7
Aktiesparfonder	–	0,3	0,6	1,9	3,5	4,0	3,6	3,8
Allemansfonder	–	–	–	–	–	–	0,4	1,1
Samtliga	1,5	1,7	1,8	3,0	4,4	4,8	4,6	5,6

^a Exkl. företagsanknutna fonder.

Källa: Kreditmarknadsstatistik, Statistiska centralbyrån.

6.2.3 Investmentföretag

De i Sverige förekommande aktiefonderna är som framhållits i föregående avsnitt öppna fonder, vilkas andelsägarkrets förändras genom att nya andelar ges ut och befintliga löses in. Detsamma är fallet med aktiespar- och allemansfonderna. Som påpekats kan emellertid fonder för investeringar i aktier och andra värdepapper organiseras även som slutna fonder, i vilka antalet andelar inte kan ändras annat än i formbunden ordning genom beslut av andelsägarna. I Sverige förekommer sådana fonder under benämningen investmentföretag.

6.2.3.1 Investmentföretagens organisation och verksamhet

Begreppet investmentföretag definieras i lagen (1947:576) om statlig inkomstskatt, 7 § 8 mom. Ett företag som "uteslutande eller så gott som uteslutande förvaltar värdepapper eller likartad lös egendom" betecknas i detta lagrum som ett förvaltningsföretag. Under de ytterligare förutsättningarna att företagets uppgift väsentligen är att "genom ett väl fördelat värdepappersinnehav erbjuda aktie- eller andelsägare riskfördelning" och att företagets "aktier eller andelar ägs av ett stort antal fysiska personer", betecknas företaget som ett investmentföretag. Beroende på huruvida dessa förutsättningar är uppfyllda eller ej, skall vid varje taxeringstillfälle avgöras på vilket sätt företaget skall beskattas för emottagna utdelningar på aktier och andelar.

En grundläggande princip i den svenska bolagsbeskattningen har under hela 1900-talet varit att de inkomster som uppkommer i ett aktiebolag skall dubbelbeskattas, varmed avses att inkomsten först skall beskattas i bolaget och därefter hos bolagets ägare vid utdelning från bolaget. Riksdagen fastslog emellertid redan vid seklets början att s.k. kedjebeskattniing inte skall förekomma, vilket innebär att inkomsten inte skall bli föremål för beskattning i fler än två led. Mot denna bakgrund fastställdes att svenska aktiebolag och ekonomiska föreningar skulle vara frikallade från skattskyldighet för utdelning från andra svenska aktiebolag och ekonomiska föreningar.

I samband med att dubbelbeskattningen inskränktes genom införandet av det s.k. Annell-avdraget år 1963 förändrades emellertid reglerna angående kedjebeskattniing. Huvudregeln blev därefter att företag åtnjuter skattefrihet för utdelning på aktier i andra företag endast under förutsättning att det råder, vad lagstiftaren kallar, rörelsesamband mellan företagen i fråga. För utdelningar på aktier som anskaffats i kapitalplaceringssyfte har företagen att erlagga inkomstskatt i vanlig ordning. Den närmare innebörden av denna regel diskuteras i avsnitt 6.2.5.5 nedan. Från den nya huvudregeln gjordes emellertid betydelsefulla undantag för förvaltnings- och investmentföretag.

Förvaltningsföretag är frikallade från skattskyldighet för utdelningar på aktier och andelar i den mån det sammanlagda beloppet av denna utdelning under ett beskattningsår överstiger den utdelning som företaget beslutat för samma år. All fonderad, dvs. ej utdelad, utdelningsinkomst blir därmed föremål för beskattning i vanlig ordning.

Beträffande investmentföretagen konstaterade 1960 års bolagsskattesakkunniga att de nya reglerna möjligen skulle kunna få för hårda verkningar. Enligt de sakkunnigas uppfattning kunde investmentföretagen förväntas ta sådana risker bl. a. i samband med finansiering av strukturrationaliseringar och rekonstruktioner att en viss fondering av vinsten var nödvändig i dessa företag. I viss mån krävdes en sådan fondering också för att möjliggöra en jämn utdelningsnivå. De sakkunniga föreslog därför att utdelning som uppbars av ett investmentföretag skulle beskattas endast till den del utdelningen översteg 125 % av investmentföretagets egen utdelning för samma år. Regeringen ställde sig bakom förslaget och den nya regeln upptogs i dels lagen om statlig inkomstskatt, dels kommunalskattelagen. Den kommunala beskattningen av juridiska personer upphörde fr. o. m. inkomståret 1985. Med avseende på den statliga beskattningen kvarstår däremot regeln oförändrad. Om ett investmentföretag uppbär utdelningsinkomster med exempelvis 10 miljoner kronor, måste företaget således – för att bli frikallat från skattskyldighet för hela beloppet – i sin tur utdela minst 8 miljoner kronor, dvs. 80 % av utdelningsinkomsten. Utdelar företaget exempelvis endast 6 miljoner kronor, blir det skattskyldigt för 2,5 miljoner kronor ($10\,000\,000 - 125/100 \times 6\,000\,000$).

Vid en jämförelse med traditionella aktiefonder kan således konstateras att investmentföretag har möjlighet till viss fondering av obeskattade medel,

medan aktiefonder som reinvesterar emottagna utdelningar har att erlægga skatt för dessa. Vad gäller realisationsvinster föreligger mellan aktiefonder och investmentföretag den skillnaden att aktiefonder är befriade från skattskyldighet för aktier som innehafts minst två år, medan investmentföretag i enlighet med de vanliga reglerna för realisationsvinstbeskattning är skyldiga att ta upp 40 % av vinsten till beskattning.

Jämförs investmentföretagen i stället med allemansfonderna, kan i korthet konstateras att investmentföretagen har en sämre skattemässig situation såväl i fråga om emottagna utdelningar som realisationsvinster. Allemansfonder är i båda dessa avseenden helt befriade från skatt.

I lagstiftningen uppställs inte några krav på att investmentföretag drivs i en viss associationsform. I realiteten torde dock samtliga investmentföretag vara organiserade som aktiebolag. Med avseende på förvaltningen av investmentföretagens aktieportföljer innebär det – till skillnad från vad som är fallet i aktie-, aktiespar- och allemansfonder – att företagens ägare helt och hållet själva har möjlighet att avgöra hur denna skall bedrivas. Det sker genom att ägarna vid bolagsstämman utser investmentbolagets styrelse och därmed indirekt dess verkställande ledning, vilken ansvarar för den löpande förvaltningen. Den ägare som genom innehav av ett tillräckligt stort antal aktier i investmentbolaget uppnår en majoritet av de vid stämman avgivna rösterna har således möjlighet att påverka dels vilka placeringar bolaget skall göra, dels hur det inflytande skall användas som följer med dessa placeringar.

I detta sammanhang bör också erinras om att ägarna i ett investmentbolag har möjlighet att sälja hela eller delar av sitt aktieinnehav på marknaden. Genom en kontinuerlig handel etableras en kurs på aktierna i investmentbolaget och förändringar i denna kurs kan betecknas som en signal från ägarna om hur dessa bedömer förvaltningen av bolagets portfölj.

Kravet på ett stort antal fysiska personer som ägare torde i praktiken medföra att samtliga investmentföretag är aktiemarknadsföretag i den meningen att deras aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs eller föremål för notering på någon annan kurslista. Vid ingången av perioden 1978–1985 fanns det bland aktiemarknadsföretagen 24 investmentföretag. Under perioden försvann några av dessa företag till följd av uppköp, men det tillkom också nya investmentföretag, varför det vid utgången av år 1985 fanns 26 investmentföretag på den svenska aktiemarknaden. Som framgår av tabell 6:8 nedan var dessa av mycket varierande storlek. Det största företaget, Investor AB, hade ett börsvärde på 4,4 miljarder kronor, medan börsvärdet på det minsta företaget, Investment AB Eken, var endast 140 miljoner kronor. Av investmentföretagens sammanlagda börsvärde var 52 % hänförligt till de fem största företagen och 77 % till de tio största företagen.

**Tabell 6:8 Investmentföretag på den svenska aktiemarknaden vid utgången av år 1985.
Rangordnade efter börsvärde. Miljoner kronor.**

Företag	Börsvärde	Kumulerad andel %
Investor AB	4 440	12,3
AB Custos	4 180	23,8
AB Cardo	3 660	33,9
Förvaltnings AB Providentia	3 460	43,5
AB Industrivärden	3 210	52,3
Förvaltnings AB Ratos	2 120	58,2
Investment AB Carnegie & Co	1 990	63,7
Investment AB Beijer	1 970	69,1
Industriförvaltnings AB Kinnevik	1 420	73,1
Investment AB Asken	1 350	76,8
AB Export-Invest	1 070	79,8
AB Aritmos	1 020	82,6
Investment AB Promotion	850	84,9
AB Almedahl-Dalsjöfors	730	86,9
Säfveåns AB	690	88,8
Investment AB Öresund	670	90,7
Investment AB Argentus	520	92,1
Forsinvest AB	500	93,5
B & B Invest	450	94,8
AB Företagsfinans	420	95,9
Rang Invest AB	370	96,9
AB Hevea	290	97,7
Borås Investment AB	270	98,5
Förvaltnings AB Hasselfors	250	99,2
Gorthon Invest AB	200	99,7
Investment AB Eken	140	100,0
Samtliga	36 200	

Förutom att investmentföretagen själva förvaltar och handlar med aktier, har flertalet av dem också dotterföretag, vilkas huvudsakliga verksamhetsföremål sammanfaller med moderföretagets. I tilltagande utsträckning har investmentföretagen också kommit att ha dotterföretag som bedriver industriell eller annan icke-finansiell verksamhet. I vissa fall är detta en följd av att investmentföretaget uppstått ur ett icke-finansiellt företag, men i andra fall är det fråga om dotterföretag som förvärvats i ett senare skede. Många investmentföretag kan därför i dag sägas vara koncerner med en aktieförvaltande och en icke-finansiell verksamhetsdel. Det har därigenom blivit allt svårare att verksamhetsmässigt avgränsa kategorin investmentföretag från kategorin icke-finansiella företag. Ofta görs en åtskillnad mellan s.k. rena och blandade investmentföretag, där den senare termen som regel reserveras för investmentföretag i vilka en väsentlig andel av förmögenhetsmassan utgörs av konsoliderade rörelser. Gränsdragningen mellan dessa båda kategorier är emellertid i viss mån godtycklig.

6.2.3.2 Investmentföretagens tillkomst och ägarstruktur

Vid kartläggningen av ägarstrukturen i de svenska storföretagen har framkommit att investmentföretagen, till skillnad från exempelvis aktiefonder, ofta förekommer som stora ägare i enskilda företag. Det är också väl känt att några av de större investmentföretagen utgjort och alltjämt utgör viktiga instrument för vissa ägares kontroll över företagsgrupper av betydande storlek i det svenska näringslivet. Mot bakgrund av detta har utredningen funnit skäl att kortfattat beröra investmentföretagens tillkomsthistoria och egen ägarstruktur.

Det år 1985 största investmentföretaget, Investor, bildades redan år 1916 och fungerade då i huvudsak som ett förvaltningsföretag för den av familjen Wallenberg dominerade gruppen kring dåvarande Stockholms Enskilda Bank. Flera av de övriga stora investmentföretagen tillkom som en följd av lågkonjunkturen under 1920-talet, då affärsbankerna i syfte att skydda sina fordringar övertog stora aktieposter i en rad företag som kommit på obestånd. Efter ändringar i banklagen år 1934 förbjöds bankerna i princip att förvärva och inneha aktier och ålades att avveckla befintliga innehav så snart det lämpligen kunde ske. Det skedde som regel genom att bankernas aktieägare erbjöds att på fördelaktiga villkor teckna aktier i ett nybildat förvaltningsföretag, vilket från banken förvärvade de aktieinnehav som denna skulle avveckla. På detta sätt uppstod år 1937 AB Custos med anknytning till dåvarande Skandinaviska Banken, år 1943 AB Industrivärden med anknytning till Svenska Handelsbanken och år 1948 Förvaltnings AB Providentia med anknytning till dåvarande Stockholms Enskilda Bank. En likartad tillkomsthistoria har företaget Säfveån som bildades år 1959 med anknytning till dåvarande Skandinaviska Banken, liksom Export-Invest som tillkom i samband med fusionen mellan Stockholms Enskilda Bank och Skandinaviska Banken år 1971.

En annan grupp investmentföretag har ett ursprung som familjeägda förvaltningsföretag med uppgift att förvalta aktier i ett begränsat antal, ofta helägda, industriella företag. Efter en utvidgning av aktieinnehaven till att avse även portföljplaceringar och en breddning av ägarkretsen, har dessa företag introducerats vid fondbörsen och kommit att uppfylla kraven för att vara investmentföretag i skattelagstiftningens mening. Till denna grupp företag hör exempelvis det av familjen Söderberg år 1934 bildade Förvaltnings AB Ratos. En likartad bakgrund har också företaget Hevea och Industriförvaltningsaktiebolaget Kinnevik.

En tredje grupp investmentföretag har uppstått som en följd av att icke-finansiella företag ändrat karaktär och skaffat sig betydande aktieportföljer bl. a. i samband med strukturomvandlingen i industrin. Det gäller exempelvis företagen Almedahl, Asken, Borås Invest och Rang Invest, vilka har sina ursprung i textilindustrin. Även företagen Aritmos och Cardo har på detta sätt en bakgrund i icke-finansiella företag.

Som påpekats ovan krävs i skattelagstiftningen att ett investmentföretag har ett stort antal fysiska personer i den egna ägarkretsen. Någon närmare

precisering av vad som därmed avses ges emellertid varken i lagen eller dess förarbeten. Av tabell 6:9 framgår att antalet ägare år 1985 varierade avsevärt mellan de olika investmentföretagen, från 700 i Investment AB Carnegie & Co och i Gorthon Invest AB, till närmare 85 000 i Investment AB Beijer. Flertalet av dessa ägare var fysiska personer, men det bör observeras att kravet på ett stort antal fysiska personer inte utesluter juridiska personer i ägarkretsen och inte heller säger något om den storleksmässiga relationen mellan ägarna. Flera av investmentföretagen domineras ägarmässigt av juridiska personer, framför allt icke-finansiella företag, och har en koncentrerad ägarstruktur.

Tabell 6:9 Investmentföretag på den svenska aktiemarknaden år 1985. Rangordnade efter antal ägare.

Företag	Antal ägare	Största ägare	Största ägarens röstandel %
Investment AB Beijer	84 600	Anders Wall	36
AB Cardo	27 900	Volvo	— ^a
Investment AB Argentus	18 800	Anders Wall	39
AB Industrivärden	17 000	SHB-gruppen	14
AB Custos	16 900	Skanska	23
Förvaltnings AB Providentia	14 600	Släkten Wallenberg	24
Investor AB	13 800	Släkten Wallenberg	27
Säfveåns AB	13 000	Catena	— ^b
Investment AB Asken	10 400	Erik Penser	50
AB Export-Invest	7 800	Släkten Wallenberg	17
Förvaltnings AB Ratos	5 900	Släkten Söderberg	59
Investment AB Promotion	5 000	SHB-gruppen	46
Industriförvaltnings AB Kinnevik	4 900	Fam. Stenbeck	67
AB Aritmos	4 400	LRF	19
AB Företagsfinans	2 600	Pronator	38
Investment AB Öresund	2 100	Custos	18
AB Hevea	2 100	Gustaf Douglas	40
Rang Invest AB	2 100	IKEA	24
Investment AB Eken	2 000	Sparbankerna	43
B & B Invest	1 800	K-A Bonnier	41
AB Almedahl-Dalsjöfors	1 600	SHB-gruppen	36
Förvaltnings AB Hasselfors	1 200	Släkten Wachtmeister	18
Borås Investment AB	1 200	Munksjö	— ^c
Forsinvest AB	800	Boliden	30
Investment AB Carnegie & Co	700	Saba	— ^d
Gorthon Invest AB	700	Cardo	20

^a AB Cardo var vid årsskiftet 1985–1986 föremål för uppköp från Volvos sida och avregistrerades från fondbörsen i september 1986.

^b Säfveåns AB var vid årsskiftet 1985–1986 föremål för uppköp från Catenas sida och avregistrerades från fondbörsen i augusti 1986.

^c Borås Investment AB var vid årsskiftet 1985–1986 föremål för uppköp från Munksjös sida och avregistrerades från fondbörsen i augusti 1986.

^d Investment AB Carnegie & Co var vid årsskiftet 1985–1986 föremål för uppköp från Sabas sida och avregistrerades från fondbörsen i augusti 1986.

Av de kapitalmässigt största ägarna i de enskilda investmentföretagen år 1985 var således knappt en tredjedel fysiska personer och av de fem största ägarna endast omkring en femtedel. Drygt en tredjedel av investmentföretagen saknade helt fysiska personer bland de fem största ägarna. Vid ett närmare studium av de juridiska personer som förekom som kapitalmässigt största ägare framgår att det i åtta fall var ett icke-finansiellt företag och i fem fall ett annat investmentföretag. I de fem fall den största ägaren var ett annat investmentföretag hade detta i sin tur ett icke-finansiellt företag som största ägare.

Genom ett kontrollerande innehav i ett investmentföretag som i sin tur innehar aktieposter i andra företag kan en ägare uppnå inflytande i dessa företag till en lägre kostnad än om han direkt förvärvade aktier i företagen. Kostnaden för inflytandet delas med investmentföretagets övriga ägare, men inflytandet tillkommer den som kontrollerar investmentföretaget. På denna grund har många investmentföretag utgjort ett väsentligt instrument för vissa ägares kontroll över större grupper av företag i det svenska näringslivet. Som exempel på detta brukar ofta anföras familjen Wallenbergs inflytande via investmentföretagen Investor och Providentia, men det finns också en rad andra exempel. I tabell 6:9 redovisas också den ägare eller ägargrupp som röstmässigt dominerade de olika investmentföretagen år 1985 och till vilken företagen i ett inflytandeperspektiv vid denna tidpunkt brukade hänföras.

6.2.3.3 Investmentföretagens investeringar

I likhet med vad som gäller för övriga ägarkategorier kan också investmentföretagens investeringar betraktas som ett resultat av dels föreliggande investeringsalternativ, dels möjligheterna att finansiera dessa investeringar genom bruttosparande och externt tillfört kapital. *Bruttosparandet* utgörs av rörelseöverskottet, dvs. i huvudsak av utdelnings- och ränteintäkter minskade med räntekostnader och övriga kostnader, skatt samt utdelning till aktieägarna. Det *externa kapitalet* utgörs av dels lånekapital, dels influtna betalningar för nyemitterade aktier. I finansräkenskaper redovisas årligen uppgifter om storleken på dessa poster samt om de sätt på vilka medlen använts. Till investmentföretagssektorn räknas därvid dels enskilda företag som uppfyller de skattemässiga rekvisiten för investmentföretag, dels dotterföretag till dessa företag som har till uteslutande uppgift att förvalta eller bedriva handel med aktier. Statistiken inbegriper däremot inte dotterföretag med annan verksamhetsinriktning, exempelvis industriföretag. Vid utredningens genomgång av dessa uppgifter har en rad brister i statistiken uppmärksamats, varför det inte ansetts möjligt att lägga den till grund för tidsserier av det slag som redovisas för andra ägarkategorier. Detta beror till viss del på de förändringar som under perioden ägde rum i investmentföretagspopulationen genom att företag bortföll och tillkom, men också på att grundmaterialet i vissa fall måste anses mindre tillförlitligt. Analysen försvåras vidare av det ovan påpekade förhållandet att investmentföretagen utvecklats till koncerner med såväl finansiell som icke-finan-

siell verksamhet. Den tillgängliga statistiken synes därigenom i tilltagande utsträckning ha kommit att påverkas av svåröverskådliga koncerninterna transaktioner, bl. a. i form av lån mellan olika företag i koncernen. Utredningen har dock gjort den bedömningen att uppgifterna sammantaget ger en någorlunda god bild av utvecklingen.

Sett över hela perioden 1978–1985 var investmentföretagssektorns bruttosparande negativt. Utdelningsinkomsterna var visserligen, i löpande priser, närmare fyra gånger så stora vid periodens slut som vid dess början, men bidrog i ringa utsträckning till bruttosparandet eftersom mer än 80 % årligen vidareutdelades till de egna ägarna. Investmentföretagens huvudsakliga finansieringskälla under perioden var i stället externt kapital i form av upptagna lån. Flera stora konverterings- och optionslån gavs under perioden ut på marknaden. Vad gäller den andra externa kapitalkällan, nyemissioner av aktier, kan däremot konstateras att investmentföretagen, med något undantag, över huvud taget inte genomförde några nyemissioner på marknaden under den studerade perioden. Det förekom dock ett antal större apportemissioner i samband med förvärv av andra företag.

Som förklaring till att investmentföretagen endast i obetydlig utsträckning utnyttjat möjligheten att erhålla externa medel genom emissioner av aktier brukar anföras den s.k. investmentbolagsrabatten. Därmed avses det förhållandet att investmentföretagens börsvärde är lägre än deras substansvärde, definierat som redovisat eget kapital med tillägg för orealiserade värdestegringar på aktier. Rabatten antas försvåra riskkapitalanskaffningen, eftersom värdet av de aktier ägarna erhåller kan förväntas bli lägre än det inbetalda beloppet.

En avgörande orsak till investmentbolagsrabattens existens brukar anses vara gällande regler för beskattning av realisationsvinster. Investmentföretagens skyldighet att ta upp realisationsvinster från aktieförsäljning till beskattning innebär för deras ägare en dubbelbeskattning av framtida värdestegring på investmentföretagsaktierna, vilket anses missgynna investmentföretagen och motivera en del av rabatten. Skattereglernas effekter är emellertid inte alldeles entydiga. Möjligheten att skattefritt avsätta 20 % av utdelningsinkomsterna för återinvesteringar i aktier torde snarast verka i motsatt riktning. Vissa av de faktorer som är av betydelse för skattereglernas faktiska inverkan kan investmentföretagen dessutom själva påverka, exempelvis aktieportföljens omsättningsandel och den andel av erhållna utdelningar som återinvesteras i aktier.

Som kompletterande förklaringar till investmentbolagsrabatten har nämnts bristande diversifiering i investmentföretagens portfölj, höga förvaltningskostnader och svårigheter att utan kursfall avyttra stora innehav. Vidare har anförts att förekomsten av rörelsedrivande dotterföretag försvårar värderingen av investmentföretagen på ett sätt som ibland leder till undervärdering.

Frågan om investmentföretagens skattskyldighet för realisationsvinster uppmärksammades av den s.k. kapitalvinstkommittén vars slutbetänkande (SOU 1986:37) avlämnades sommaren 1986. Kommittén var ålagd att över-

våga om det skulle vara möjligt och lämpligt att befria investmentföretag från sådan skattskyldighet på samma sätt som skedde för aktiefonder, och därmed även för aktiesparfonder, år 1980. Kommittén ansåg emellertid att skillnaderna mellan investmentföretag och sådana fonder i väsentliga hänseenden var så stora att motsvarande skattebefrielse för investmentföretagens del ej var motiverad.

Vad därefter gäller *placeringen av de tillgängliga medlen* kan först konstateras att investmentföretagen i endast obetydlig utsträckning investerar i reala tillgångar, varför *valet mellan reala och finansiella tillgångar* kan lämnas därhän även för denna kategori.

Med avseende på fördelningen mellan *olika typer av finansiella investeringar* visar statistiken en markant uppgång för investeringar i olika slags fordringsbevis under periodens senare del. Uppgången torde dock i stor utsträckning vara en följd av koncerninterna transaktioner, varför statistiken på denna punkt bör tolkas med försiktighet. En kraftig ökning kan emellertid noteras även för obligationer, förlagsbevis och konvertibla skuldbrev år 1984 och framför allt år 1985.

När det gäller investeringar i aktier framgår av tabell 6:10 nedan att investmentföretagen nettoköpte svenska börsnoterade aktier samtliga år utom 1981 och 1985. Sammantaget översteg dessa transaktioner börsaktiestockens expansion och investmentföretagens andel av det totala börsvärdet ökade något under perioden.

Tabell 6:10 Investmentföretagens nettotransaktioner i aktier åren 1978–1985. Miljoner kronor.

	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Börsnoterade svenska aktier								
Nyteckningar	28	96	26	192	147	260	411	415
Köp/försäljning	65	116	351	-256	152	499	1 477	-1 401
	93	212	377	-64	299	759	1 888	-986
Ej börsnoterade svenska aktier								
Nyteckningar	46	2	14	22	100	229	521	171
Köp/försäljning	-34	-290	-56	-30	177	163	-528	171
	12	-288	-42	-8	277	392	-7	342
Utländska aktier								
Köp/försäljning	-13	-2	1	7	127	9	428	-64
Totalt	92	-78	336	-65	703	1 160	2 309	-708

Källa: Statistiska meddelanden, K 15 SM 8701, Statistiska centralbyrån.

Anm. Statistiska centralbyråns statistik rörande investmentföretagens transaktioner i värdepapper är i flera avseenden bristfällig. Särskilt bör noteras att det av Investör och Providentia helägda företaget Patricias förvärv av aktier i Atlas-Copco och Stora Kopparberg år 1984, för omkring 3 miljarder kronor, inte ingår i tabellen.

6.2.3.4 Investmentföretagens innehav av börsnoterade aktier

Investmentföretagens innehav av börsnoterade svenska aktier motsvarade vid ingången av perioden 1978–1985 omkring 14 % av det totala börsvärdet. Som en följd av de – huvudsakligen lånefinansierade – nettoköp som därefter skedde, var andelen något högre vid periodens slut, trots börsaktiestockens kraftiga expansion. Vid utgången av år 1985 var investmentföretagens andel av börsvärdet således omkring 16 %.

Vad gäller karaktären på dessa innehav bör framhållas att kravet på ett väl fördelat värdepappersinnehav inte innebär att investmentföretag är förhindrade att förvärva eller inneha stora aktieposter i enskilda företag. Som påpekats ovan är det tvärtom så, att investmentföretagen är av central betydelse för vissa ägares inflytande i det svenska näringslivet. Det har i kapitel 4 också visats att investmentföretag ofta återfanns bland storföretagens största ägarna såväl vid periodens början som slut. Av de största ägarna i de 107 privatägda svenska storföretag som år 1985 återfanns på aktiemarknaden hade drygt en fjärdedel ett investmentföretag som största ägare.

I ett inflytandeperspektiv kan också konstateras att en betydande andel av investmentföretagens större aktieinnehav utgörs av röststarka aktier. Närmare hälften av de fem största investmentföretagens 65 aktieinnehav vid utgången av år 1985 representerade mer än 5 % av röstetalet i de berörda företagen. Med ett undantag var röstandelen i dessa innehav större än kapitalandelen och motsvarade i genomsnitt 19 % av röstetalet i företagen.

Det kan slutligen noteras att aktieportföljen i flertalet investmentföretag domineras av ett begränsat antal aktieposter. I de fem största investmentföretagen representerade således de fem största aktieposterna i genomsnitt 57 % av aktieportföljens marknadsvärde år 1985 och de tio största posterna i genomsnitt 78 % av portföljens värde.

6.2.4 Försäkringsföretag

I Sverige liksom i många andra länder har under 1900-talet allt större mängder kapital kanaliserats till försäkringsföretag, vilka i sin tur placerat de influtna medlen i finansiella och reala tillgångar. I samband med införandet av den allmänna tilläggspensioneringen år 1959 gick sparandet i de enskilda försäkringsföretagen visserligen markant tillbaka, men nedgången avstannade vid 1960-talets mitt. Under slutet av 1960- och början av 1970-talet träffade arbetsmarknadens parter en rad överenskommelser om kollektiva försäkringar. Därutöver ägde under 1970-talet en expansion rum i fråga om individuella livförsäkringar, vilken delvis var en följd av skattemässiga överväganden hos försäkringstagarna. Sammantaget medförde detta en kraftig uppgång av sparandet i försäkringsföretagen under 1970-talets början och vid mitten av decenniet hade sparandet, som andel av BNP, stigit till en högre nivå än före ATP-reformens genomförande.

Försäkringsföretagens expansion har därefter fortsatt och idag är försäkringsföretagen mycket stora aktörer såväl på kreditmarknaden som på

den för utredningens vidkommande mer aktuella delen av kapitalmarknaden, nämligen aktiemarknaden. Trots att aktier utgör en begränsad del av försäkringsföretagens tillgångar innehade dessa företag år 1985 mer än en tiondel av den totala svenska börsaktiestocken.

Indelas försäkringsföretagen i liv-, skade- och återförsäkringsföretag, kan konstateras att det i Sverige år 1985 fanns 18 svenska livförsäkringsföretag, drygt 500 svenska skadeförsäkringsföretag samt 8 svenska återförsäkringsföretag. Därutöver drev 14 utländska försäkringsföretag efter koncession försäkringsrörelse i Sverige. Samtliga livförsäkringsföretag är rikstäckande, medan flertalet skadeförsäkringsföretag har ett begränsat geografiskt verksamhetsområde. Efter omfattande fusioner, framför allt under 1960-talet, domineras försäkringsbranschen av ett begränsat antal stora koncerner som bedriver både liv- och skadeförsäkringsrörelse samt några fristående livförsäkringsföretag. Studeras exempelvis fördelningen av premieinkomsterna framgår av tabell 6:11 nedan att de 20 koncerner eller fristående företag som år 1985 hade de största premieinkomsterna i direkt försäkring, tillsammans svarade för 98 % av samtliga svenska försäkringsföretags premieinkomster och att de fem största svarade för 72 %. Av tabellen framgår också att de 20 koncerner eller fristående företag som redovisade störst belopp i förvaltade tillgångar samma år svarade för 99 % av samtliga försäkringsföretags förvaltade tillgångar och att de fem största svarade för 74 %.

Tabell 6:11 De 20 största svenska försäkringsföretagen år 1985. Rangordnade efter premieinkomst respektive bokfört värde på tillgångarna. Miljoner kronor.

Företag	Premieinkomst	Företag	Tillgångar
Skandia	8 066	SPP	69 478
SPP	7 041	Skandia	47 932
Trygg-Hansa	5 880	Trygg-Hansa	34 514
Folksam	4 136	AMF-pension	24 290
AMF-pension	3 834	Skandia International	22 876
Länsförsäkringsbolagen	2 261	Folksam	17 590
AMF-sjuk	1 476	AMF-sjuk	14 177
Valand	1 373	Länsförsäkringsbolagen	8 282
Vegete	1 237	Valand	8 004
AFA	817	Vegete	6 031
Allmänna Brand-koncernen	466	Sirius-Atlasgruppen	2 632
Assuransföreningen	448	AFA	1 515
RKA	424	Förenade liv	1 489
Volvia	342	RKA	1 258
Ansvars grupp	328	Ansvars grupp	1 255
Skånska Brand	244	Allmänna Brand-koncernen	1 232
KFA	232	Pensionsgaranti (FGP)	1 024
Holmia	185	Skånska Brand	768
Jordbrukets Förs.bolag	183	Assuransföreningen	674
Atlantica	140	Brandkontoret	570
Summa för 20 företag	39 113	Summa för 20 företag	265 591
Övriga riksbolag	556	Övriga riksbolag	2 766
Övriga lokala bolag	64	Övriga lokala bolag	273
Samtliga	39 733	Samtliga	268 630

Källa: Enskilda försäkringsföretag 1985, Försäkringsinspektionen.

6.2.4.1 Försäkringsföretagens organisation och verksamhet

Med avseende på associationsform består försäkringsföretagen av dels *försäkringsaktiebolag*, dels *ömsesidiga försäkringsbolag*. Ett försäkringsaktiebolag är, som framgår av namnet, ett aktiebolag och ägare till bolaget är dess aktieägare. På grund av försäkringsverksamhetens egenart är dock försäkringsaktiebolag i flera avseenden underkastade andra rättsregler än ett allmänt aktiebolag. Det gäller bland annat bolagsbildning, tillsyn och registrering. För livförsäkringsaktiebolag gäller dessutom att vinst inte får delas ut till aktieägarna. Det överskott som eventuellt uppstår i verksamheten återförs i stället till försäkringstagarna i form av återbäring. Ett ömsesidigt försäkringsbolag ägs av sina försäkringstagare och överskottet i verksamheten kommer försäkringstagarna tillgodo genom s.k. bonussystem. Det största försäkringsaktiebolaget i Sverige är Skandia och det största ömsesidiga försäkringsbolaget är SPP.

För såväl liv- som skadeförsäkringsföretag gäller att det kapital som företaget disponerar ytterst emanerar från inbetalda premier. För livförsäkringar uppställer lagen dessutom krav på fonderingar motsvarande skulden till försäkringstagarna, varför väsentligt större mängder kapital ackumuleras i livförsäkringsföretag än i skadeförsäkringsföretag.

Försäkringsföretagens möjligheter att placera det förvaltade kapitalet har under efterkrigstiden reglerats av två parallella komplex av bestämmelser. För det första har i försäkringsrörelselagen angivits på vilket sätt företagens åtaganden gentemot försäkringstagarna skall motsvaras av placeringar i olika tillgångsslag. Dessa regler är i första hand utformade med hänsyn till kravet på trygghet för försäkringstagarna. För det andra har det från statens sida ansetts nödvändigt att styra försäkringsföretagens kreditgivning med hänsyn till övergripande ekonomisk-politiska mål. Det har skett framför allt genom rekommendationer och bestämmelser från riksbanken beträffande företagens placeringar. Dessa avskaffades emellertid successivt under slutet av den av utredningen studerade perioden och upphörde helt att gälla vid utgången av år 1986. Med undantag för vad som följer av valutaregleringen begränsas därför försäkringsföretagens placeringar idag endast av försäkringsrörelselagens bestämmelser.

Regleringen i *försäkringsrörelselagen* har sin grund i försäkringstagarnas anspråk på att avtalade försäkringsåtaganden skall kunna infrias. För alla typer av försäkringsföretag fastslås därför i lagens 7 kap. 1 § att balansräkningen i ett försäkringsföretag under rubriken försäkringstekniska skulder skall ange värdet av företagets ansvarighet för löpande försäkringar (premiereserv), försäkring ersättningar för inträffade försäkringsfall (ersättningsreserv), utgifter för reglering av inträffade försäkringsfall (skadeståndsreserv) samt tilldelad återbäring som inte förfallit till betalning. Under det att företagen beträffande skadeförsäkring i princip fritt kan bestämma om tillgångarnas placering, stadgas med avseende på livförsäkringar i 7 kap. 9 § att, ett belopp motsvarande den försäkringstekniska skulden alltid skall redovisas i vissa särskilt angivna slag av värde-

handlingar, främst obligationer utgivna av stat, kommun, kreditinstitut eller bank samt fordringar för vilka företaget har säkerhet i form av panträtt. Som ett undantag från denna regel gäller emellertid att en viss andel av detta belopp får redovisas i andra värdehandlingar, dock ej aktier. Denna s.k. fria sektor fick enligt den tidigare gällande försäkringsrörelselagen uppgå till maximalt 10 % av den försäkringstekniska skulden. Efter förslag från Kapitalmarknadsutredningen (SOU 1978:11) höjdes emellertid gränsen år 1980 till 20 % och den gränsen behölls i den nu gällande försäkringsrörelselagen av år 1982. Kapitalmarknadsutredningen föreslog också att företagen skulle äga rätt att inom ramen för den fria sektorn förvärva aktier, men detta avvisades av regeringen.

I fråga om placeringar i aktier begränsas försäkringsföretagens handlingsutrymme också av det i försäkringsrörelselagen centrala förbudet mot att bedriva annan verksamhet än försäkringsrörelse. Ett sådant förbud återfanns redan i den första egentliga lagen om försäkringsverksamhet av år 1903 och ansågs då så självklart att det inte närmare motiverades. Förbudet har därefter vid flera tillfällen varit föremål för ingående överväganden, men har kvarstått i princip oförändrat och återfinns idag i lagens 1 kap. 3 §. Från förbudet kan dock undantag medges om det finns särskilda skäl därtill – närmast om verksamheten har ett naturligt samband med försäkringsrörelsen.

I korthet innebär bestämmelsen att försäkringsföretag är förbjudna dels att vid sidan av försäkringsrörelsen driva annan verksamhet, dels att vid kapitalförvaltningen engagera sig i annan verksamhet i en utsträckning som strider mot förbudet. Stadgandets principiella karaktär lämnar emellertid betydande tolkningsmöjligheter åt rättsstillämpningen.

I 1948 års försäkringsrörelselag infördes dock en kompletterande bestämmelse av mera konkret innebörd beträffande försäkringsföretagens aktieäggande utanför försäkringssektorn. I lagen föreskrevs att ett försäkringsföretag inte utan försäkringsinspektionens medgivande fick äga en större andel av aktierna i ett svenskt aktiebolag än som motsvarar 5 % av det totala röstetalet i bolaget. Lagstiftarens motiv härför var att hindra försäkringsföretagen från att skaffa sig ett alltför stort inflytande i företag utanför försäkringssektorn.

Kapitalmarknadsutredningen föreslog sedermera att denna gräns skulle höjas till 10 %. Med hänvisning till att aktieinnehav av en sådan storleksordning skulle kunna medföra ett åsidosättande av förbudet mot att driva annan rörelse än försäkringsrörelse, avvisade emellertid regeringen förslaget och femprocentsregeln upptogs i oförändrat skick även i 1982 års försäkringsrörelselag, 7 kap. 17 §. Regeln tillämpas inte på innehav av aktier eller andelar i andra försäkringsföretag.

Vad därefter gäller den styrning av försäkringsföretagens placeringar som tidigare skedde genom *riksbankens rekommendationer och bestämmelser*, kan inledningsvis konstateras att syftet med dessa var att inrikta placeringarna mot bostadsbyggande, statsupplåning och jordbruk. Första gången så skedde i större omfattning var år 1952, då riksbanken träffade en över-

enskommelse med försäkringsföretagen som innebar att företagen inte skulle öka näringslivets andel av kreditgivningen utan i stället kanalisera denna till bostadsbyggande och offentliga investeringar. Liknande överenskommelser träffades därefter i stort sett årligen under 1950-, 1960- och 1970-talet. År 1962 antogs visserligen en beredskapslag om placeringskvoter för vissa kreditinrättningar, däribland försäkringsföretag, men lagen kom aldrig att användas. Den torde dock ha haft betydelse som bakgrund till de nämnda överenskommelserna.

Beredskapslagen från år 1962 följdes år 1975 av lagen om kreditpolitiska medel, vars syfte var detsamma som för den tidigare lagen, nämligen att dels skapa utrymme för bostadsbyggandets kreditbehov, dels vidga förutsättningarna för statens upplåning utanför banksystemet. Lagen innebar att riksbanken fick möjlighet att besluta om s.k. allmän placeringsplikt och räntereglering och därigenom påverka placerarnas val mellan olika placeringsalternativ. Konkret innebar placeringsplikten att riksbanken kunde ange att en viss del av ökningen av försäkringsföretagens placeringstillgångar skulle göras inom prioriterade områden, i allt väsentligt i form av obligationsköp.

Vid ingången av perioden 1978–1985 rekommenderade riksbanken att minst 70 % av livförsäkringsföretagens och 55 % av skadeförsäkringsföretagens nettoplaceringsökning under år 1978 skulle avse prioriterade placeringar. År 1979 höjdes kravet på de prioriterade placeringarnas andel något och samtidigt markerades från riksbankens sida vikten av att försäkringsföretagen bidrog till bostadssektorns och industrins finansiering.

Vid förhandlingarna inför år 1980 nåddes inte någon överenskommelse mellan försäkringsföretagen och riksbanken. Efter ansökan från riksbanksfullmäktige beslutade då regeringen att med stöd av lagen om kreditpolitiska medel låta riksbanken utfärda bestämmelser om placeringsplikt för försäkringsföretagen. I korthet innebar dessa bestämmelser att minst 75 % av livförsäkringsföretagens och 64 % av skadeförsäkringsföretagens nettoplaceringsökningar skulle avse prioriterade placeringar. Med smärre justeringar behölls nivån på dessa placeringskvoter under resterande del av den studerade perioden.

Från september år 1984 fick placeringskvoten emellertid en annan innebörd än den dittills haft. Kravet ändrades från att ha avsett nettoplaceringar till att avse bruttoplaceringar. Det stod därmed försäkringsföretagen fritt att efter förvärv av prioriterade obligationer omedelbart sälja dessa utan att det inverkade på uppnåendet av placeringskvoten. Uppnåendet av kvoten påverkades inte heller av försäljning av tidigare förvärvade prioriterade obligationer. Kvoten fick således snarast karaktär av inköpskvot. Samtidigt ändrades emellertid reglerna så att endast obligationer förvärvade direkt från emittent betraktades som prioriterade. Vid utgången av år 1985 slopades placeringskvoterna för skadeförsäkringsföretag och fr. o. m. december 1986 upphörde prioriteringssystemet att gälla även för livförsäkringsföretag.

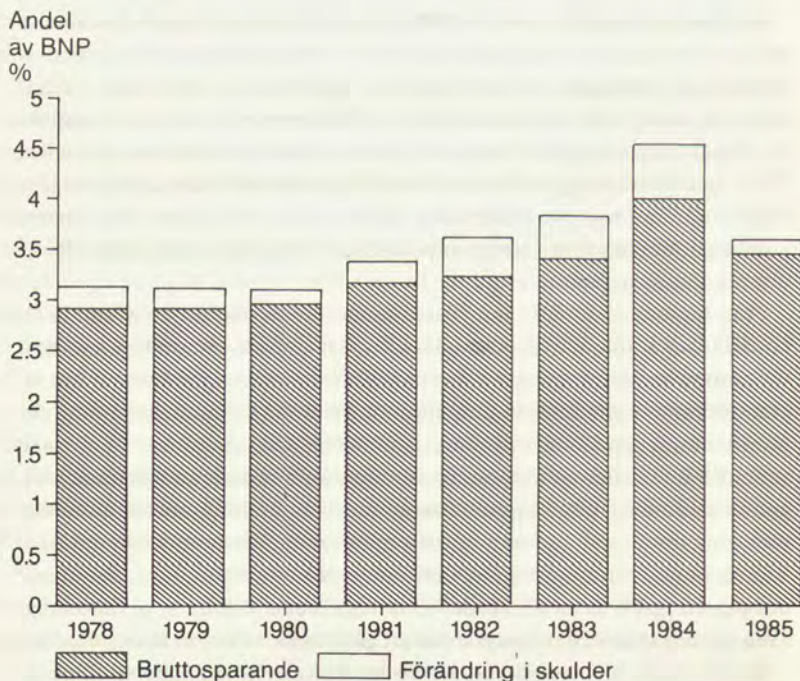
Det skall slutligen noteras att försäkringsföretagens möjligheter till placeringar i olika tillgångsslag diskuterats av den s.k. *försäkringsverksamhets-*

kommittén, vars slutbetänkande framlades år 1987 (SOU 1987:58). Med utgångspunkt i ett bibehållande av det grundläggande förbudet mot bedrivande av annan rörelse än försäkringsrörelse, har kommittén föreslagit att en allmän bestämmelse införs i lagen med innebörd att ett försäkringsföretags tillgångar skall vara så fördelade mellan olika tillgångsslag, att placeringarna uppfyller kravet på erforderlig riskspridning. Kommittén har vidare föreslagit en förändring av gränsen för aktieplaceringar i enskilda företag. Ett försäkringsföretag skall enligt förslaget inte tillåtas äga en större andel av aktierna i ett aktiebolag, som inte är ett svenskt försäkringsföretag, än som motsvarar 8 % av det totala röstetalet i bolaget, dock högst 20 % av aktiekapitalet.

6.2.4.2 Försäkringsföretagens totala investeringar

I likhet med vad som sagts beträffande övriga ägarkategorier, kan försäkringsföretagens investeringar i olika tillgångsslag – inom ramen för ovan redovisade regleringar – ses som ett resultat av dels föreliggande investeringsalternativ, dels storleken på de medel som finns tillgängliga för olika investeringar.

Diagram 6:7 Försäkringsföretagens totala investeringar åren 1978–1985. Procent av BNP.



Av diagram 6:7 framgår att *försäkringsföretagens totala investeringar* öka-
de något under den av utredningen studerade perioden. Det framgår vidare
att ökningen var förknippad med ett ökat *bruttosparande*.¹⁰ Försäkrings-
företagens bruttosparande uppgick år 1985 till omkring 30 miljarder kronor,
vilket motsvarade omkring 3,5 % av BNP. Vad avser fördelningen mellan
bruttosparande och förändring i skulder kan noteras att av de medel för-
säkringsföretagen år 1978 hade tillgängliga för investeringar härrörde 93 %
från bruttosparande. Denna andel var fortsatt hög under perioden.

Försäkringsföretagens bruttosparande kan i grova drag sägas utgöra skill-
naden mellan å ena sidan *premieinkomster* och *direktavkastning* på för-
valtade tillgångar och å andra sidan utbetalningar för försäkringsfall, rörel-
sens kostnader, under året betald skatt samt utgiven återbäring eller ut-
delning. Det sammanlagda värdet av premieinkomster och direktavkastning
uppgick år 1978 till närmare 26,7 miljarder kronor, vilket motsvarade 6,5 %
av BNP. År 1985 motsvarade värdet av dessa inkomstslag 8,5 % av BNP.
Denna ökning var en följd av såväl stigande premieinkomster som en ökad
direktavkastning och föll så gott som uteslutande på livförsäkringsföre-
tagen. Mot bakgrund av bl. a. hushållssektorns tilltagande intresse för liv-
och pensionsförsäkringar ökade livförsäkringsföretagens årliga premie-
intäkter under perioden och var, uttryckt som andel av BNP, omkring 20 %
högre år 1985 än år 1978. Den årliga direktavkastningen på livförsäkrings-
företagens tillgångar, som år 1978 uppgick till ett belopp motsvarande
1,2 % av BNP, uppgick vid periodens slut till närmare 2,4 %.

För såväl liv- som skadeförsäkringsföretag ägde också en förskjutning
rum mellan premieinkomster och direktavkastning under den studerade
perioden. Av diagram 6:8 nedan framgår således att direktavkastningens
relativa betydelse ökade för båda försäkringsformerna. De totala inkomst-
terna från premier och direktavkastning uppgick för livförsäkringsföre-
tagens del till drygt 14 miljarder kronor år 1978, varav direktavkastningen
svarade för 35 %. Denna andel ökade betydligt under perioden och uppgick
år 1985 till närmare 47 %.

¹⁰ De uppgifter avseende försäkringsföretagens bruttosparande som redovisas i SCB:s
nationalräkenskaper har vid närmare granskning befunnits så osäkra att utredningen,
efter samråd med SCB, företagit egna beräkningar av bruttosparandet. En del av den
diskrepans som vissa år förekommer mellan totalt influtna medel och totala in-
vesteringar är en följd av detta förfarande. I detta avseende är SCB:s beräkningssätt
föremål för revidering. Därutöver har hushållens försäkringssparande inkluderats i
utredningens beräkningar av bruttosparandet och betraktas inte som förändrad
skuldsättning, vilket är fallet i SBC:s beräkningar. Utredningens tillvägagångssätt i
detta avseende innebär att förändring i skulder begränsas till att avse skulder som inte
utgörs av försäkringsförpliktelser.

Diagram 6:8 Direktavkastningens andel av influtna medel i form av premieinkomster och direktavkastning för försäkringsföretagen åren 1978–1985.

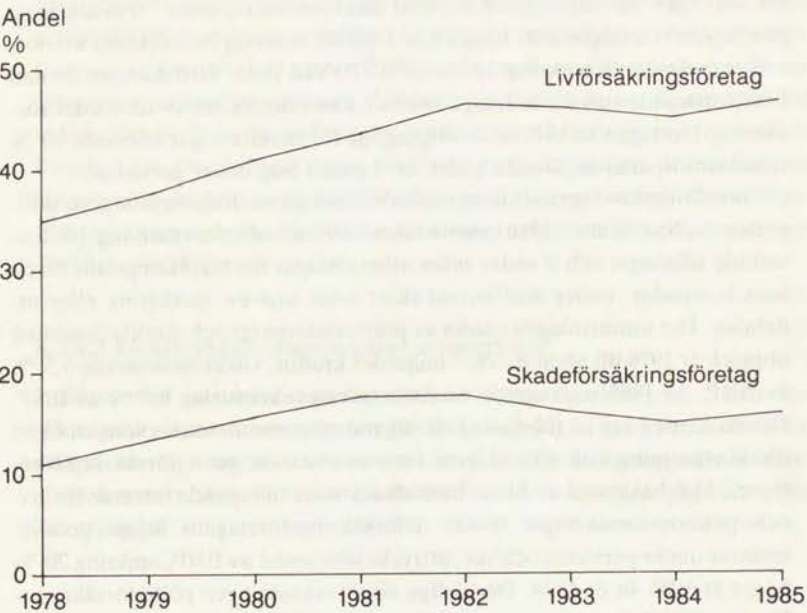
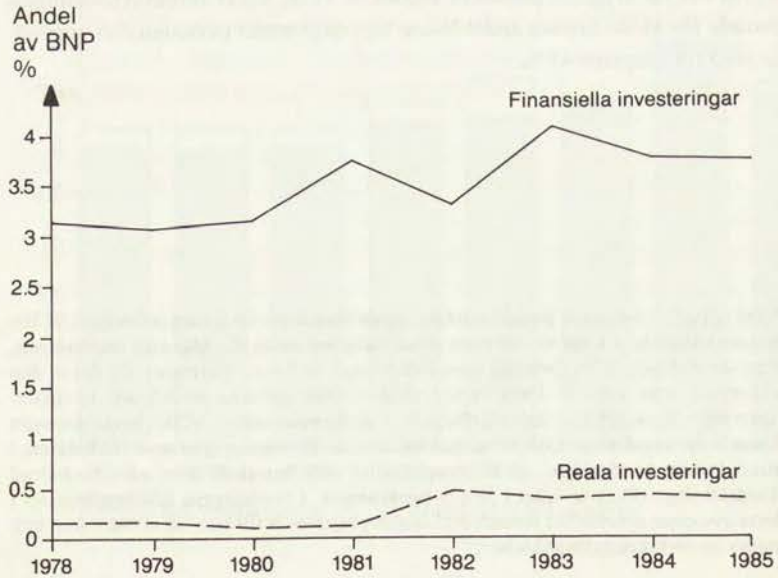


Diagram 6:9 Försäkringsföretagens totala investeringar åren 1978–1985 fördelade på finansiella och reala investeringar. Procent av BNP.



Försäkringsföretagen har, som tidigare påpekats, en intermediär funktion på kapitalmarknaden. Deras huvudsakliga uppgift är att – inom ramen för de gränser som uppställs av försäkringsrörelselagen och andra föreskrifter – förvalta de av försäkringstagarna inbetalda medlen genom investeringar i olika tillgångsslag. Till övervägande del sker dessa investeringar i finansiella tillgångar, vilket framgår av diagram 6:9 ovan. Dessa ökade under perioden och var, uttryckt som andel av BNP, närmare 20 % högre år 1985 än år 1978. De *reala investeringarnas andel* av de totala investeringarna fördubblades visserligen under perioden, men trots det var de mycket små i förhållande till de finansiella investeringarna. De reala investeringarna utgörs så gott som uteslutande av fastighetsförvärv.

Försäkringsföretagens totala *finansiella investeringar* uppgick år 1985 till drygt 30 miljarder kronor. Inom ramen för gällande bestämmelser kan dessa investeringar betraktas i ett portföljvalsperspektiv, där företagen för en viss förväntad risk eftersträvar högsta möjliga avkastning. I tabell 6:12 nedan redovisas fördelningen av försäkringsföretagens finansiella investeringar på olika tillgångsslag under den studerade perioden. Av tabellen framgår att dessa helt dominerades av obligationsköp och köp av förlagsbevis. Med undantag för år 1980 avsåg mellan två tredjedelar och tre fjärdedelar av de positiva finansiella nettoinvesteringarna köp av obligationer och förlagsbevis. Den relativt låga andelen år 1980 skall ses mot bakgrund av att ett nytt penningmarknadsinstrument, bankcertifikat, det året emitterades för första gången. Även tillkomsten av en marknad för statsskuldväxlar två år senare påverkade fördelningen av försäkringsföretagens finansiella nettoinvesteringar betydligt. Statsskuldväxlar svarade år 1982 för 15 % av försäkringsföretagens finansiella nettoinvesteringar.

Vid en jämförelse med exempelvis obligationer framstår försäkringsföretagens årliga *investeringar i börsnoterade aktier* som mycket blygsamma. Det samlade värdet av försäkringsföretagens nettoinvesteringar i börsnoterade aktier uppgick år 1978 till drygt 200 miljoner kronor, vilket motsvarade 2 % av de positiva nettoinvesteringarna. Även under de tre därpå följande åren nettoköpte försäkringsföretagen börsnoterade aktier i denna storleksordning. Under åren 1982–1984 nettosålde försäkringsföretagen börsnoterade aktier till ett värde av sammanlagt 2 miljarder kronor. Störst var försäljningarna år 1983 då de uppgick till 1,3 miljarder kronor. En betydande svängning ägde åter rum år 1985 då försäkringsföretagen nettoköpte börsnoterade aktier för 2,2 miljarder kronor, vilket motsvarade 7 % av de positiva finansiella nettoinvesteringarna.

Tabell 6:12 Försäkringsföretagens finansiella nettoinvesteringar i bankinlåning, statsskuldväxlar, bankcertifikat, övriga certifikat, obligationer och förlagsbevis, börsnoterade aktier samt övriga lån och fordringar år 1978 - 1985. Miljoner kronor.

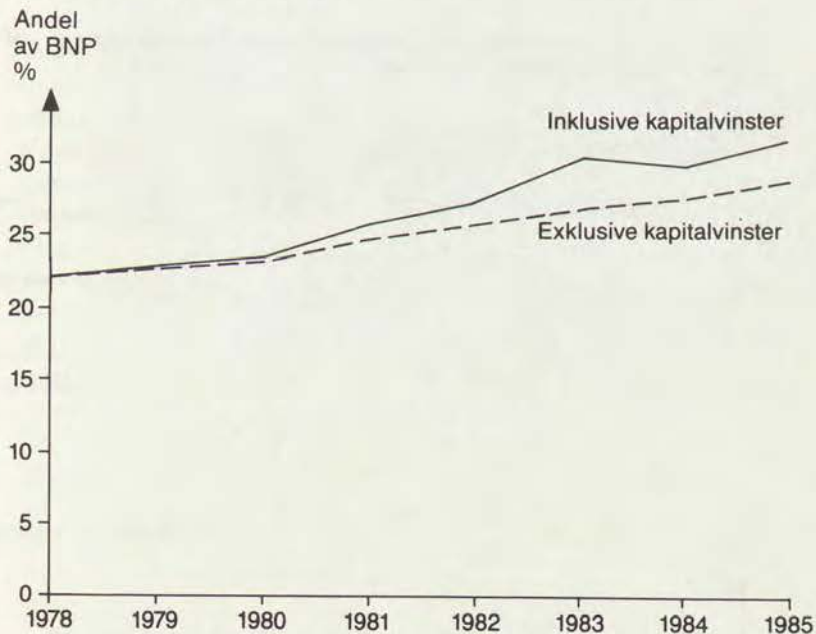
Tillgångsslag	1978	%	1979	%	1980	%	1981	%	1982	%	1983	%	1984	%	1985	%
Bankinlåning	74	(0)	182	(1)	-	-	161	(1)	148	(1)	-	-	491	(2)	-	-
Statsskuldväxlar m. m.	40	(0)	-	-	118	(1)	-	-	2 793	(15)	1 385	(5)	2 692	(10)	-	-
Bankcertifikat	0	(0)	0	(0)	1 884	(12)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Övriga certifikat	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	152	(0)	1 465	(5)
Obligationer och förlagsbevis	7 706	(66)	7 714	(61)	6 668	(43)	13 007	(63)	13 651	(71)	18 438	(68)	18 488	(66)	22 056	(74)
Börsnoterade aktier	209	(2)	351	(3)	144	(1)	236	(1)	-	-	-	-	-	-	2 204	(7)
Övriga lån och fordringar	3 733	(32)	4 321	(34)	6 789	(44)	7 087	(44)	2 544	(13)	7 283	(27)	6 041	(22)	4 117	(14)
Totalt positiva	11 762	(100)	12 568	(100)	15 603	(100)	20 491	(100)	19 136	(100)	27 106	(100)	27 864	(100)	29 842	(100)
Bankinlåning					-140						-321				-33	
Statsskuldväxlar m. m.			-40				-118								-2 092	
Bankcertifikat							-828		-298		-300		-109		-232	
Övriga certifikat																
Börsnoterade aktier									-182		-1 283		-503			
Summa	11 762		12 528		15 463		19 545		18 656		25 202		27 252		27 485	

Källa: Nationalräkenskaper och kreditmarknadsstatistik, Statistiska centralbyrån.

6.2.4.3 Försäkringsföretagens totala innehav av finansiella tillgångar

Värdet av försäkringsföretagens finansiella tillgångar uppgick vid utgången av år 1978 till närmare 92 miljarder kronor, vilket motsvarade drygt 22 % av BNP. I diagram 6:10 illustreras den storleksmässiga utvecklingen av dessa tillgångar fram till utgången av år 1985. Den undre av diagrammets två kurvor visar hur tillgångarnas värde utvecklades som en följd av netto-transaktionerna under perioden, utan beaktande av icke-realiserade kapitalvinster. Uttryckt som andel av BNP var ökningen då 7 procentenheter. Den övre kurvan i diagrammet visar utvecklingen av de finansiella tillgångarnas värde inklusive kapitalvinster. Vid periodens slut uppgick värdet av försäkringsföretagens finansiella tillgångar i löpande priser till närmare 275 miljarder kronor, vilket motsvarade 32 % av BNP. Den totala ökningen av de finansiella tillgångarnas värde, inklusive icke-realiserade kapitalvinster, uppgick således under perioden 1978–1985 till 10 procentenheter av BNP, vilket överstiger summan av periodens nettotransaktioner med 3 procentenheter. Av avståndet mellan de två kurvorna framgår att kapitalvinster var av störst betydelse för tillgångarnas totala värde under periodens senare del, vilket naturligtvis hänger samman med den betydande kursuppgång som ägde rum under dessa år och som illustrerats i diagram 6:5 ovan.

Diagram 6:10 Värdet av försäkringsföretagens totala finansiella tillgångar vid utgången av år 1978–1985. Procent av BNP.



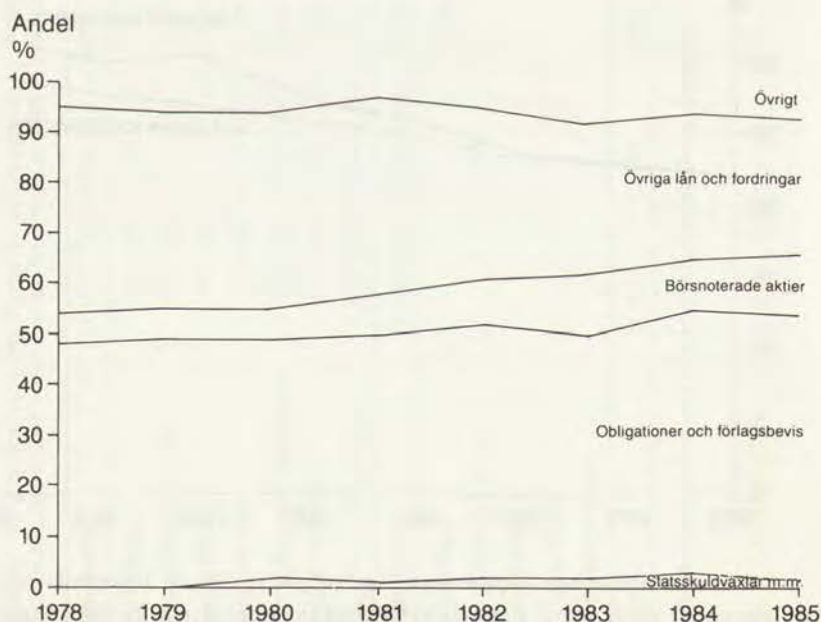
De icke-realiserade kapitalvinsternas betydelse för de finansiella tillgångarnas totala värde framstår emellertid trots betydande kursstegringar som relativt begränsad, vilket till stor del förklaras av sammansättningen av

försäkringsföretagens finansiella tillgångar. Som framgår av diagram 6:11 nedan består dessa till övervägande del av tillgångar på vilka det inte alls eller endast i obetydlig utsträckning förekommer kapitalvinster, exempelvis obligationer och förlagsbevis. Dessa tillgångsslag dominerade under hela perioden försäkringsföretagens finansiella portfölj, vilket i viss utsträckning torde vara en följd av de placeringsregler som uppställs i försäkringsrörelselagen och som tidigare uppställdes även av riksbanken.

En betydande del av de tillgångar som försäkringsföretagen har att förvalta placeras i form av direkta lån och liknande fordringar. Som framgår av diagrammet minskade emellertid denna andel kontinuerligt under perioden, från 43 % år 1978 till 27 % år 1985. Det framgår vidare att nya tillgångsslag, såsom statsskuldväxlar och bankcertifikat, tillkom vid 1980-talets början och därefter svarade för mellan 1 % och 3 % av försäkringsföretagens finansiella tillgångar.

Trots att försäkringsföretagen under tre av de åtta år som utredningen studerat nettosålde börsnoterade aktier till betydande belopp fördubblades aktiernas andel av deras finansiella portfölj. Denna utveckling var nära förknippad med icke-realiserade kapitalvinster, främst under periodens senare hälft. Vid periodens slut uppgick marknadsvärdet av försäkringsföretagens börsnoterade aktier således till närmare 33 miljarder kronor, vilket motsvarade 12 % av deras samlade finansiella tillgångar.

Diagram 6:11 Sammansättningen av försäkringsföretagens finansiella tillgångar vid utgången av år 1978–1985. Marknadsvärden.



6.2.4.4 Försäkringsföretagens innehav av börsnoterade aktier

Försäkringsföretagens andel av börsvärdet uppgick vid utgången av år 1978 till omkring 14 %. Under perioden 1978–1985 var försäkringsföretagen vissa år nettoköpare och andra år nettosäljare av börsaktier. Tillsammans motsvarade dessa transaktioner knappt börsaktiestockens expansion under perioden, vilket medförde att försäkringsföretagens andel av det totala börsvärdet vid periodens slut var omkring 11 %.

Till följd av framför allt ett ökat försäkringssparande i hushållssektorn, ökade de till försäkringsföretagen influtna medlen under vart och ett av de studerade åren. Företagens möjligheter att investera dessa medel i olika tillgångsslag är starkt avhängiga försäkringsrörelselagens krav på att den skuld livförsäkringsföretagen har till försäkringstagarna skall motsvaras av pantsatta tillgångar i vissa typer av värdepapper, dock ej aktier. Av försäkringsföretagens totala tillgångar år 1985 utgjordes omkring 54 % av denna typ av värdepapper, medan resterande 46 % utgjordes av fria fonder. Under den studerade perioden omfattades försäkringsföretagen dessutom av riksbankens placeringsregler, vilka föreskrev att en viss del av nettoplaceringsökningen varje år skulle avse prioriterade värdepapper.

Inom ramen för de fria fonderna står det försäkringsföretagen i princip fritt att förvärva alla typer av tillgångar. I likhet med vad som är fallet för andra aktörer kan försäkringsföretagens val av tillgångar därvid betraktas i ett portföljvalsperspektiv, där förväntad avkastning och risk tillmäts en avgörande betydelse. Statistiken visar också att företagen agerade mycket aktivt på kapitalmarknaden under den studerade perioden.

Mot bakgrund av den ekonomiska utvecklingen och en strävan från försäkringsföretagens sida efter att realvärdesäkra de fria fonderna, kom dessa under perioden i allt större utsträckning att utgöras av fastigheter och börsnoterade aktier. Börsnoterade aktier svarade år 1978 för drygt 15 % av de fria fondernas sammanlagda värde, medan andelen år 1985 var 24 %. Den nettoförsäljning av börsnoterade aktier som ägde rum under en del av den studerade perioden kan i det perspektivet tolkas som en justering av portföljen där den förväntade avkastningen på aktierna inte tilläts helt skymma det faktum att investeringar i aktier vanligtvis är förenade med ett högre risktagande än investeringar i andra tillgångsslag. En annan tolkning är att försäljningarna grundades på förändrade avkastningsförväntningar. Då andelen aktier av de fria fonderna varierar betydligt mellan olika försäkringsföretag är generella slutsatser i detta avseende svåra att dra. Uppgifter som tagits fram av riksbanken visar att andelen aktier i livförsäkringsföretagens fria fonder år 1985 i genomsnitt uppgick till 24,5 %. Störst andel hade Trygg-Hansa, 44 %, medan exempelvis AMF-pension och SPP låg klart under genomsnittet med 12,5 % respektive 15,9 % aktier.

Karaktären på försäkringsföretagens innehav av börsaktier påverkas av försäkringsrörelselagens förbud mot innehav av mer än 5 % av röstetalet i ett enskilt företag. Försäkringsföretagens börsaktieinnehav utgörs i allt väsentligt av begränsade innehav i ett stort antal företag.

I tabell 6:13 nedan illustreras detta för företaget Skandia som vid årsskiftet 1985–1986 innehade den värdemässigt största aktieportföljen bland försäkringsföretagen. Portföljen hade ett sammanlagt värde på omkring 8 miljarder kronor fördelat på innehav i 107 aktiemarknadsföretag. Av tabellen framgår att dessa innehav endast i fem företag (exkl. intresseföretagen Skandia International Holding AB och Svenska Kreditförsäkring AB) motsvarade 5 % av röstetalet. I dessa företag hade Skandia således nått den övre gränsen för innehavens storlek. I övrigt var innehaven relativt jämt fördelade på de olika storleksklasserna och motsvarade i genomsnitt 2,2 % av röstetalet i företagen.

Av tabellen framgår också att de av Skandia innehavda aktieposterna ofta motsvarade en något större andel av aktiekapitalet än röstetalet i de berörda företagen, vilket förklaras av att innehaven i betydande utsträckning konstituerades av röstsvaga aktier. Det kan dock noteras att innehaven endast i 11 företag representerade mer än 5 % av aktiekapitalet och endast i ett företag mer än 10 %. I genomsnitt motsvarade innehaven 3,2 % av aktiekapitalet.

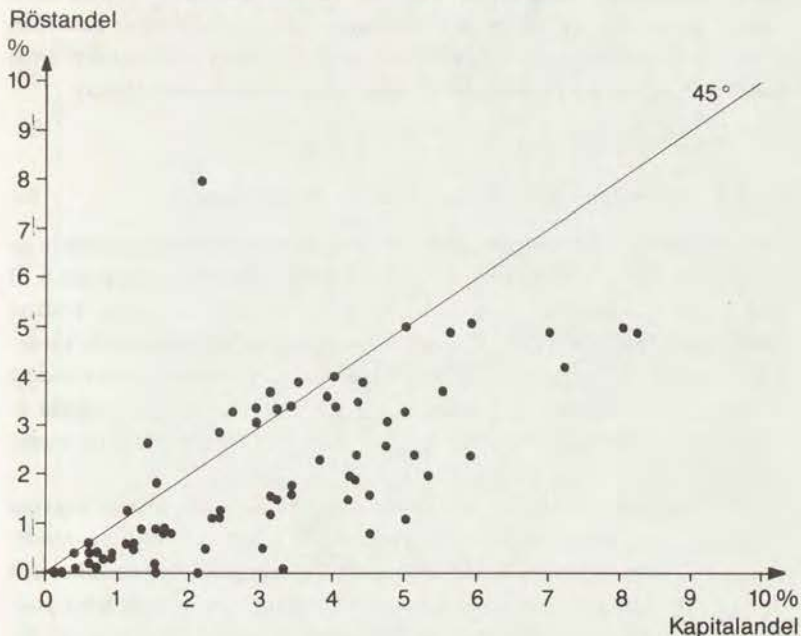
Tabell 6:13 Skandiakoncernens innehav av aktier i svenska aktiemarknadsföretag 1985–12–31, fördelade efter andel av aktiekapital respektive röstetal i de berörda företagen. Procent.

Andel av aktiekapitalet	Kumulerad andel av innehaven	Andel av röstetalet	Kumulerad andel av innehaven
$x \leq 10$	1		
$10 < x \leq 5$	16	$x \leq 5$	5
$5 < x \leq 4$	35	$5 < x \leq 4$	18
$4 < x \leq 3$	52	$4 < x \leq 3$	36
$3 < x \leq 2$	68	$3 < x \leq 2$	68
$2 < x$	100	$2 < x$	100

Källa: Skandias årsredovisning 1985.

Placeringarnas inriktning mot aktier med lågt röstvärde åskådliggörs också i diagram 6:12 nedan i vilket kapital- och röstandel markerats för vart och ett av Skandias aktieinnehav i företag som vid årsskiftet 1985–1986 hade aktieslag med olika röstvärden.

Diagram 6.12 Försäkringsföretaget Skandias aktieinnehav år 1985 i svenska aktie-
marknadsföretag med röstvärdesdifferens. Totalt 78 innehav.



6.2.5 Icke-finansiella företag

Företag vilkas verksamhetsföremål i huvudsak är ett annat än att bedriva bank-, finans- eller försäkringsverksamhet och som inte är förvaltnings- eller investmentföretag tillhör ägarkategorin icke-finansiella företag. Kategorin innefattar företag med skilda associationsformer, men merparten av de icke-finansiella företagens börsaktieinnehav är hänförligt till aktiebolag och framför allt till aktiebolag som själva har sina aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs. Till denna kategori hör exempelvis flertalet av landets stora industriföretag. I finansräkenskaperna är emellertid gränsen mellan icke-finansiella företag och framför allt förvaltningsföretag mindre skarp, varför de uppgifter som redovisas i föreliggande avsnitt i viss mån också inbegriper förvaltningsföretag. Uppgifterna torde dock utgöra en mycket god approximation för utvecklingen även bland enbart de icke-finansiella företagen.

Föremålet för verksamheten i ett aktiebolag skall anges i dess bolagsordning. För det fall exempelvis ett handelsföretag avser att förvärva en så stor aktiepost i ett byggnadsföretag att det också kan anses komma att bedriva byggnadsverksamhet, måste detta således ha uttryckligt stöd i bolagsordningen. Förvärv av mindre aktieposter kan däremot anses ligga inom ramen för förvaltningen av företagets likvida medel och kräver därför inte något stadgande i bolagsordningen.

Ikke-finansiella företag har under hela efterkrigstiden förekommit som ägare till svenska börsnoterade aktier, men deras andel av det totala börsvärdet har under senare år ökat markant. Som närmare skall redovisas nedan är denna uppgång i allt väsentligt en följd av att ett begränsat antal företag förvärvat inflytandemässigt stora aktieposter i andra företag.

6.2.5.1 De ikke-finansiella företagens totala investeringar

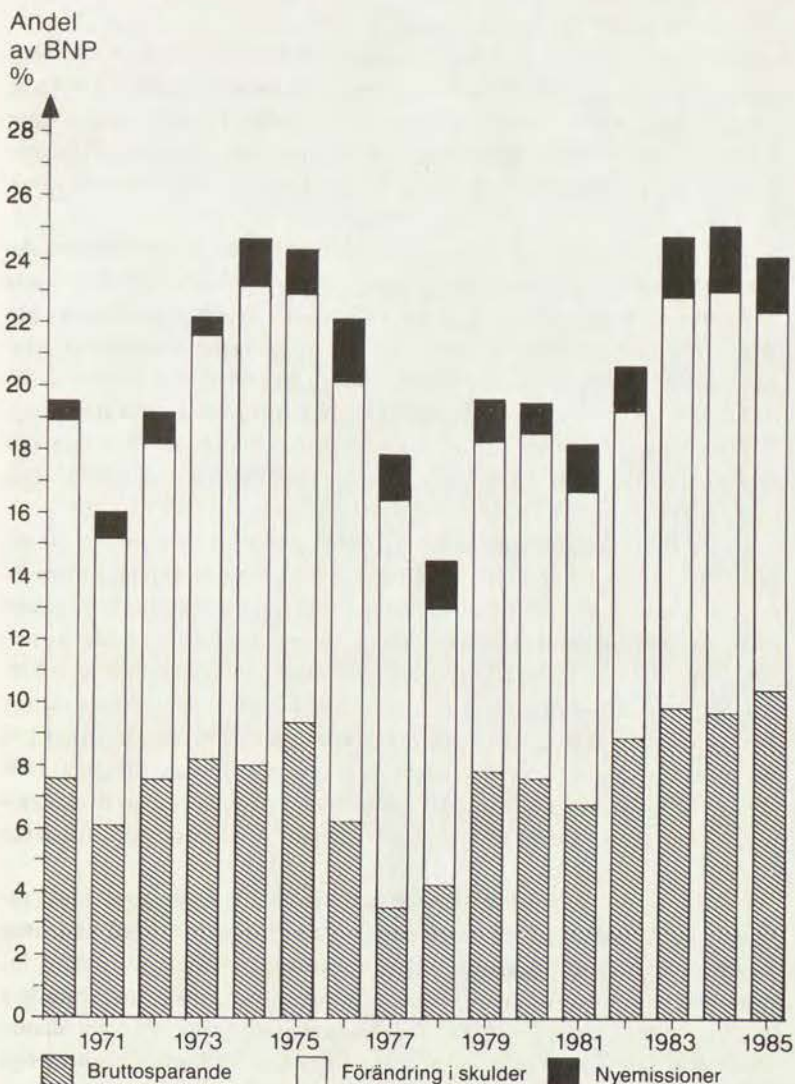
De ikke-finansiella företagens totala investeringar, uttryckt som summan av bruttosparande och förändring i externt kapital, illustreras i diagram 6:13 nedan. Av diagrammet framgår att investeringsnivån varierade kraftigt under perioden 1970–1985. De totala investeringarna motsvarade värdemässigt närmare en fjärdedel av BNP år 1974, men var fyra år senare endast hälften så stora. Efter år 1978 steg investeringarna åter och motsvarade år 1985 drygt 24 % av BNP, vilket var betydligt mer än genomsnittet under 1970-talet.

Det framgår vidare att en betydande andel av de totala investeringarna finansierades genom internt genererade medel i form av *bruttosparande*. Nivån på bruttosparandet är nära kopplad till företagens rörelseresultat och kan på grund av bland annat konjunkturförändringar och ekonomisk-politiska åtgärder variera betydligt mellan olika år vilket illustreras av utvecklingen sedan början av 1970-talet.

I samband med att oljepriserna steg kraftigt i slutet av år 1973 försvagades den internationella konjunkturen. Mot bakgrund av ett relativt högt finansiellt sparande i ekonomin fördes i Sverige en expansiv politik i syfte att lindra konjunkturedgångens effekter på produktion och sysselsättning. I motsats till vad som var fallet i omvärlden präglades därför den svenska ekonomin av en uttalad högkonjunktur år 1973 och år 1974 och i samband därmed en relativt god lönsamhet. De ikke-finansiella företagens bruttosparande uppgick under första hälften av 1970-talet till mellan 6 % och 8 % av BNP. Genom en rad åtgärder från statsmakternas sida kom bruttosparandet att ligga på en relativt hög nivå även under år 1975.

Överbryggningspolitiken under åren 1974–1976 förutsatte en internationell konjunkturuppgång under år 1976 samt att pris- och kostnadsutvecklingen i Sverige inte skulle komma att avvika markant från den i omvärlden. Den internationella konjunkturutvecklingen var emellertid fortsatt svag även under åren 1976 och 1977 samtidigt som kostnadsutvecklingen i Sverige var avsevärt snabbare än genomsnittet i våra avnämrländer. Denna utveckling gav upphov till en försämrad konkurrenskraft och betydande förluster av marknadsandelar. De ikke-finansiella företagens bruttosparande sjönk mellan år 1975 och år 1977 med närmare 6 procentenheter av BNP, från 9,3 % till 3,5 %. Under samma period minskade den totala investeringsnivån med en fjärdedel, vilket medförde att den andel av investeringarna som finansierades genom bruttosparande föll från närmare 40 % år 1975 till knappt 20 % år 1977.

Diagram 6:13 De icke-finansiella företagens totala investeringar åren 1970–1985.
Procent av BNP.



I syfte att komma till rätta med konkurrenskraftsproblemen devalverades den svenska kronan vid tre tillfällen under åren 1976 och 1977. I kombination med en dämpad lönekostnadsutveckling och ökad produktivitet bidrog detta till att lönsamheten i industrin åter steg och att de icke-finansiella företagens bruttosparande i början av 1980-talet nådde samma nivå som under 1970-talets första hälft. Den tillbakagång som kan iakttas i samband med lågkonjunkturen åren 1981 och 1982 var endast temporär. Som en följd av bl. a. devalveringar år 1981 och år 1982 steg vinstnivån markant och de icke-finansiella företagens bruttosparande var, som andel av BNP, högre

år 1985 än någon gång under den närmast föregående tjugårsperioden.

De icke-finansiella företagens totala investeringar finansieras emellertid inte uteslutande med internt genererade medel. Företagen utnyttjar i betydande utsträckning även externt kapital, framför allt i form av lån. Den andel av de totala investeringarna som finansieras genom *upplåning* varierar därför i regel omvänt med bruttosparandets andel. Investeringsökningen under 1980-talets första hälft finansierades främst genom ökat bruttosparande och upplåningens andel av det totala finansieringsbehovet sjönk jämfört med senare hälften av 1970-talet.

Valet mellan olika finansieringskällor är beroende av en rad faktorer. Av central betydelse är investeringens förväntade räntabilitet och företagets finansiella ställning. Beroende på den osäkerhet som ofta råder beträffande investeringarnas räntabilitet medför lånefinansiering att företaget ikläder sig en finansiell risk. Den rådande skuldsättningsgraden är därför en av de faktorer som kan antas påverka valet mellan olika finansieringskällor. Soliditeten i industrin föll kontinuerligt under perioden 1970–1977, vilket kan vara en bidragande orsak till den begränsade upplåningen under 1980-talets första hälft.

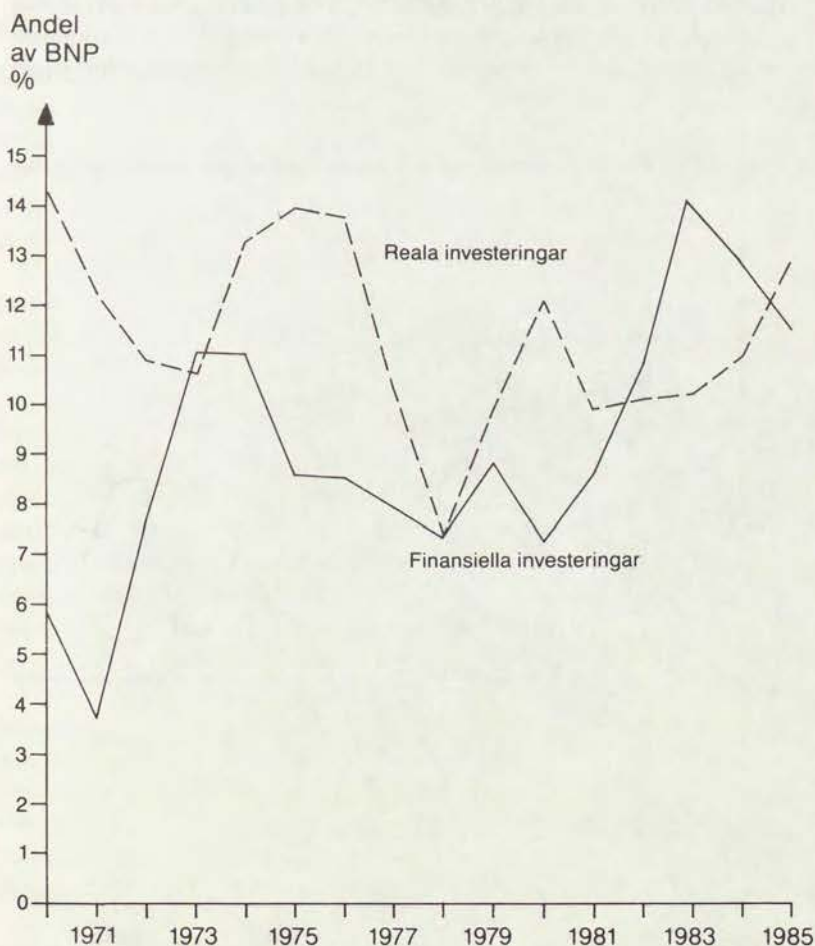
För de flesta icke-finansiella företag föreligger även möjligheten att er-hålla externt kapital genom att emittera aktier. Externt kapital i form av *nyemissioner* svarade i genomsnitt under 1970-talet för omkring 6 % av det totala finansieringsbehovet. I absoluta tal var nyemissionerna under perioden 1978–1985 betydligt högre än genomsnittet under 1970-talet som helhet. Trots att det totala finansieringsbehovet samtidigt steg, ökade därför nyemissionernas bidrag till de totala investeringarna. Nyemissionernas andel av det totala externa kapitalet ökade också. Genomsnittligt erhöles under 1970-talet drygt 9 % av det totala externa kapitalet från nyemissioner, medan motsvarande andel för perioden 1978–1985 uppgick till drygt 12 %.

I diagram 6:14 nedan redovisas de icke-finansiella företagens *totala investeringar fördelade på reala och finansiella investeringar*. Med undantag för år 1973 översteg de reala investeringarna under hela 1970-talet investeringarna i finansiella tillgångar. De reala investeringarna svarade i genomsnitt för omkring 60 % av de totala investeringarna, men betydande variationer förekom mellan olika år. Stora skillnader förelåg även i fråga om de reala investeringarnas sammansättning. De omfattande reala investeringarna under åren 1974–1976 bestod i stor utsträckning av lagerinvesteringar, vilka stimulerades av en expansiv ekonomisk politik och de statsbidrag som utgick för lagerproduktion. Trots att ett visst lagerstöd gavs även efter år 1976 och trots att en rad åtgärder vidtogs i syfte att stimulera maskin- och byggnadsinvesteringar minskade de icke-finansiella företagens reala investeringar kraftigt under 1970-talets senare hälft och uppgick år 1978 till 7,4 % av BNP, vilket var drygt hälften av investeringsnivån tre år tidigare. En nedgång kan visserligen noteras även för investeringar i finansiella tillgångar, men denna var inte lika kraftigt som för de reala investeringarna. Detta fick till följd att de finansiella investeringarnas andel av de

totala investeringarna ökade och vid 1970-talets slut i stort sett var i nivå med de reala investeringarna.

Under 1980-talets första hälft ökade de icke-finansiella företagens investeringar i såväl reala som finansiella tillgångar och låg i genomsnitt betydligt över investeringsnivån under andra hälften av 1970-talet. Ökningen var emellertid mest markerad för de finansiella investeringarna, vilka under perioden 1982–1984 översteg de reala investeringarna. Mellan år 1978 och år 1985 svarade de finansiella investeringarna i genomsnitt för närmare hälften av de totala investeringarna, vilket var betydligt mer än under 1970-talet som helhet då motsvarande andel uppgick till omkring 40 %.

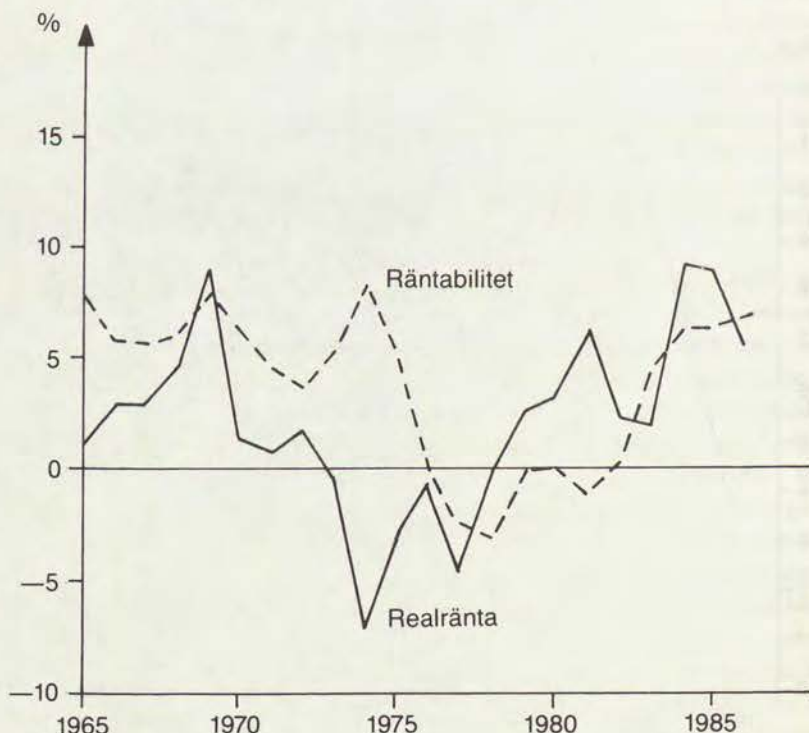
Diagram 6:14 De icke-finansiella företagens totala investeringar åren 1970–1985 fördelade på finansiella och reala investeringar. Procent av BNP.



De icke-finansiella företagens avvägningar mellan reala och finansiella investeringar bör betraktas i ljuset av företagens vinstsyfte. Den gängse bilden av de icke-finansiella företagen är att de genom internt genererade medel och externt kapital finansierar investeringar i syfte att producera varor och tjänster som möter konsumtionsefterfrågan och att valet mellan olika placeringsalternativ avgörs av investeringarnas relativa förväntade räntabilitet. En sådan bedömning av förväntad avkastning måste emellertid även inbegripa avkastningen på finansiella placeringar av olika slag. En förutsättning för att en viss investering i realkapital verkligen skall komma till stånd är att den har en högre förväntad räntabilitet än varje annan investering – av såväl real som finansiell karaktär.

Med hänsyn till bland annat svårigheten att fastställa realkapitalets storlek är det också problematiskt att beräkna dess räntabilitet. Vid en analys av olika placeringars lönsamhet är dock räntabilitetens absoluta nivå mindre relevant. Intresset bör i stället riktas mot *förändringar* i relativ avkastning mellan placeringsalternativen. I diagram 6:15 nedan redovisas beräkningar av den reala räntabiliteten på materiellt kapital och realräntan på finansiella

Diagram 6:15 Real räntabilitet på materiellt kapital och realränta på industriobligationer^a åren 1965–1985.



^a Fr. o. m. år 1984 riksobligationer.

placeringar för perioden 1965–1985, hämtade ur långtidsutredningen 1987 (SOU 1987:3). Som approximativt mått på den finansiella avkastningen har i denna använts avkastningen på industriobligationer för perioden före år 1984 och avkastningen på riksobligationer för år 1984 och år 1985. Av diagrammet framgår att en betydande förskjutning i den relativa avkastningen ägde rum vid mitten av 1970-talet. Den högre avkastningen på materiella investeringar under decenniets första hälft reducerades kraftigt år 1975 och år 1978 översteg avkastningen på finansiella investeringar avkastningen på investeringar i materiellt kapital. Med undantag för år 1983 bestod denna relation mellan avkastning på materiellt och finansiellt kapital till utgången av år 1985. Till detta skall läggas den sänkta likviditetsrisk på finansiella investeringar som kan förmodas ha kommit till stånd genom en ökad och mer marknadsmässig handel med olika finansiella instrument.

6.2.5.2 De icke-finansiella företagens finansiella investeringar

Såväl den totala nivån på de icke-finansiella företagens investeringar i finansiella tillgångar som investeringarnas fördelning på olika tillgångsslag är nära kopplad till de förändringar som under den studerade perioden ägde rum på den svenska kapitalmarknaden. I huvudsak bestod dessa förändringar av en omfattande avreglering samt framväxten av en fungerande penningmarknad.

Under hela efterkrigstiden har en fast växelkurs varit ett viktigt mål för svensk kredit- och valutapolitik. Kapitalrörelser över landets gränser får vid en sådan växelkurs direkta återverkningar på likviditeten och räntenivån inom landet, varför befarade eller konstaterade valutaflöden varit av stor betydelse för den förda politiken. För att motverka oönskade valutaflöden har riksbanken utnyttjat en rad olika medel ämnade att justera den inhemska räntan i förhållande till räntenivån utomlands. Detta har i betydande utsträckning skett genom interventioner i form av exempelvis diskonto- och straffräntejusteringar i kombination med likviditetskvoter och emissionskontroll. En rad av de regler som legat till grund för denna politik avskaffades under 1980-talet samtidigt som riksbankens agerande blev mer marknadskonformt. Bakom denna utveckling låg bland annat en strävan efter att finna nya former för finansiering av budgetunderskotten.

Fram till 1980-talets början säkerställdes statens upplåning inom landet främst genom att försäkringsföretag och banker var ålagda att förvärva statsobligationer. Upplåningen kom därefter i allt större utsträckning att ske från aktörer utanför den reglerade finanssektorn, däribland icke-finansiella företag. Detta förutsatte emellertid att upplåningen företogs på mer marknadsmässiga villkor och att en väl fungerande andrahandsmarknad etablerades för fordringsbevisen.

Såväl avregleringen som framväxten av en fungerande penningmarknad avspeglas väl i de icke-finansiella företagens nettoinvesteringar i finansiella tillgångar under perioden 1978–1985. Dessa redovisas i tabell 6:14 nedan varefter utvecklingen kommenteras i kronologisk ordning.

Tabell 6:14 De icke-finansiella företagens nettoinvesteringar i bankinlåning, statsskuld- och skattkamarväxlar, bankcertifikat, övriga certifikat, obligationer och förlagsbevis, svenska börsnoterade aktier samt rörelseanknutna fordringar år 1978–1985. Miljoner kronor.

Tillgångslag	1978	%	1979	%	1980	%	1981	%	1982	%	1983	%	1984	%	1985	%
Bankinlåning	9 789	(44)	6 363	(22)	145	(1)	14 121	(37)	5 258	(7)	7 612	(9)	16 401	(19)	—	—
Statsskuld- och skattkamarväxlar	—	—	0	(0)	2	(0)	13	(0)	20 284	(33)	1 484	(2)	—	—	17 923	(25)
Bankcertifikat	0	(0)	0	(0)	5 411	(20)	293	(1)	—	—	6 727	(8)	—	—	—	—
Övriga certifikat	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	0	(0)	462	(1)	2 220	(3)	246	(0)
Obligationer och förlagsbevis	423	(2)	—	—	32	(0)	3 066	(8)	1 005	(2)	14 944	(17)	1 649	(2)	2 729	(4)
Börsnoterade svenska aktier	0	(0)	190	(1)	905	(3)	1 303	(3)	1 587	(3)	2 993	(3)	7 271	(8)	3 089	(4)
Rörelseanknutna fordringar ^a	12 096	(54)	22 916	(78)	20 059	(76)	18 894	(50)	32 811	(54)	54 496	(61)	58 228	(68)	49 164	(67)
Totalt positiva	22 308	(100)	29 469	(100)	26 554	(100)	37 690	(100)	60 945	(100)	88 718	(100)	85 769	(100)	73 151	(100)
Bankinlåning															-7 785	
Statsskuld- och skattkamarväxlar	-2												-2 912			
Bankcertifikat									-1 191				-9 886		-561	
Obligationer och förlagsbevis			-155													
Summa	22 306		29 314		26 554		37 690		59 754		88 718		72 971		64 805	

^a I rörelseanknutna fordringar har även inkluderats utlåning till andra sektorer.

Källa: Nationalräkenskaper och kreditmarknadsstatistik, Statistiska centralbyrån

Vid periodens början, år 1978, utgjordes en betydande del av företagens finansiella nettoinvesteringar av specialinlånning i bank där lånevillkoren fastställdes i förhandlingar mellan banken och företaget. Specialinlåningsförfarandet svarade emellertid inte mot de ökade kraven på en fungerande penningmarknad, bland annat av det skälet att lånebevisen inte var lämpade för omsättning på en andrahandsmarknad. I mars 1980 tilläts bankerna för första gången att emittera bankcertifikat, vilket kan betraktas som en mer standardiserad och anonym form av specialinlånning. Bankcertifikaten har en löptid på högst 12 månader och är väl lämpade för handel på en andrahandsmarknad. Vid utgången av år 1980 uppgick värdet av den utestående volymen bankcertifikat till omkring 14 miljarder kronor, varav de icke-finansiella företagen innehade omkring 40 %. Som framgår av tabellen innebar detta att företagen under året avsatte en femtedel av de positiva finansiella nettoinvesteringarna till förvärv av bankcertifikat. Bankinlåningen minskade samtidigt i en utsträckning som i stort sett motsvarade dessa förvärv.

De icke-finansiella företagens placeringar i svenska börsnoterade aktier och andelar svarade för mindre än 1 % av de årliga finansiella nettoinvesteringarna under 1970-talet. En viss uppgång kan dock noteras under slutet av decenniet och år 1980 var andelen omkring 3 %.

Mot bakgrund av ett betydande valutautflöde vidtog riksbanken i januari år 1981 en rad åtgärder i syfte att höja den inhemska räntenivån. Nettoinvesteringarna i nyemitterade bankcertifikat var obetydliga och volymen utelöpande bankcertifikat minskade markant under årets första tio månader. I oktober var den utelöpande stocken bankcertifikat endast hälften så stor som vid årets början. Under slutet av året sjönk räntan på bankcertifikat kraftigt och många placerare valde att i stället placera sina likvida tillgångar i specialinlånning. Den samlade effekten blev att de icke-finansiella företagens nettoinvesteringar i bankcertifikat under år 1981 var obetydliga jämfört med året innan. I stället steg bankinlåningen kraftigt.

Ett betydelsefullt steg i riktning mot en väl fungerande penningmarknad och ett ökat utrymme för marknadsoperationer från riksbankens sida togs i juli 1982 då riksgäldskontoret för första gången emitterade statsskuldväxlar. Det medförde bl. a. att villkoren för den inhemska upplåningen i ökad utsträckning anpassades till räntenivån på penningmarknaden, vilken i sin tur i ökad utsträckning kom att kontrolleras genom marknadsoperationer från riksbankens sida. Statsskuldväxlarna är avsedda framför allt för placering utanför banksektorn, exempelvis icke-finansiella företag och kommuner, och hade inledningsvis löptider på 6 respektive 12 månader. Senare har statsskuldväxlar med löptider på upp till två år emitterats. De icke-finansiella företagen nettoköpte under år 1982 statsskuldväxlar för drygt 20 miljarder kronor, vilket motsvarade omkring en tredjedel av de positiva finansiella nettoinvesteringarna under året. Under samma period nettosålde företagen bankcertifikat motsvarande drygt 1 miljard kronor. Investeringarna i statsskuldväxlar motsvarades även av en minskad andel investeringar i form av bankinlånning och obligationer jämfört med år 1981.

Under år 1983 ökade likviditeten i ekonomin och räntorna föll fram till halvårsskiftet. Med början i augusti kunde också en ökning av valutautflödet noteras. I syfte att minska likviditeten och därigenom höja räntenivån emitterade staten i mitten av november de första riksobligationerna. Dessa utformades med fast kupongränta och väsentligt längre löptider än såväl bankcertifikat som statsskuldväxlar. Villkoren för de första riksobligationslånen betraktades allmänt som gynnsamma. Under november och december 1983 emitterades riksobligationer till ett sammanlagt värde av 25 miljarder kronor, vilka till betydande del förvärvades av icke-finansiella företag. Totalt motsvarade de icke-finansiella företagens förvärv av obligationer och förlagsbevis under året hela 17 % av företagens totala finansiella nettoinvesteringar. Bankinlåning svarade för omkring en tiondel av de totala finansiella nettoinvesteringarna, medan andelen investeringar i statsskuldväxlar uppgick till endast 2 %, jämfört med 33 % året innan.

Efter marknadsoperationer från riksbankens sida steg räntenivån under sommaren 1984, men föll åter kraftigt under andra halvåret. Även den internationella räntenivån föll och var vid årets utgång lägre än vid årets början. De icke-finansiella företagen nettosålde under året statsskuldväxlar till ett värde av närmare 3 miljarder kronor och bankcertifikat till ett värde av närmare 10 miljarder kronor. Den andel av de finansiella nettoinvesteringarna som placerades i långa obligationer föll också och uppgick till endast 2 %, jämfört med 17 % året innan. I stället ökade andelen bankinlåning till 19 %, vilket var i det närmaste en fördubbling jämfört med år 1983.

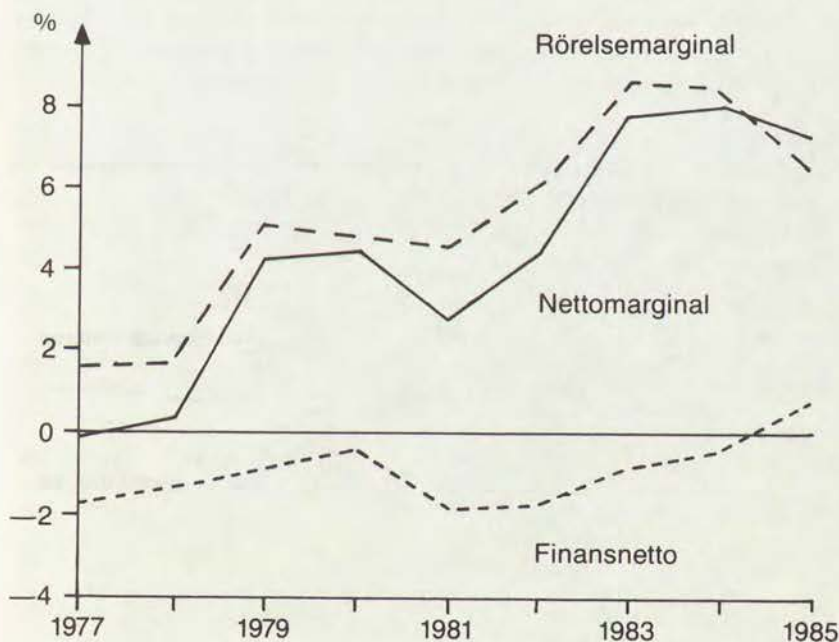
De icke-finansiella företagens investeringar i börsnoterade svenska aktier uppgick under perioden 1980–1983 till mellan 1 miljard och 3 miljarder kronor årligen, vilket motsvarade omkring 3 % av de finansiella nettoinvesteringarna. Under år 1984 uppgick investeringarna i svenska börsnoterade aktier till drygt 7 miljarder kronor, vilket såväl beloppsmässigt som andelsmässigt innebar en betydande ökning i förhållande till tidigare år.

Under de fem första månaderna år 1985 förekom ett betydande valutautflöde, vilket föranledde riksbanken att vid upprepade tillfällen företa åtgärder i syfte att minska likviditeten i ekonomin. Under året emitterades statsskuldväxlar till ett sammanlagt värde av närmare 29 miljarder kronor, vilket kan jämföras med drygt 12 miljarder året innan. Därutöver emitterades riksobligationer motsvarande 17 miljarder kronor, vilket var närmare 5 miljarder mer än föregående år. De icke-finansiella företagens köp av statsskuldväxlar uppgick till en fjärdedel av företagens positiva finansiella nettoinvesteringar under året, eller närmare 18 miljarder kronor. Samtidigt som företagens bankinlåning uppvisade ett negativt netto på närmare 8 miljarder kronor, nettosålde företagen även bankcertifikat. Investeringar i obligationer och förlagsbevis ökade såväl andelsmässigt som i absoluta tal jämfört med år 1984 och svarade för 4 % av de positiva finansiella nettoinvesteringarna. Vad slutligen gäller företagens investeringar i börsnoterade svenska aktier mer än halverades dessa i absoluta tal och svarade för 4 % av de samlade finansiella investeringarna år 1985.

Sammanfattningsvis kan konstateras att utvecklingen på kapitalmarknaden under 1980-talets första hälft medförde betydande variationer i fördelningen av företagens investeringar mellan olika finansiella tillgångar. Det framgår också av ovanstående att fördelningen i stor utsträckning var direkt avhängig tillkomsten av nya placeringsalternativ samt det sätt på vilket riksbanken utnyttjade dessa i samband med interventioner på penningmarknaden.

För många företag innebar utvecklingen sannolikt ökade möjligheter att bedriva en effektiv finansförvaltning, vilket i viss utsträckning kan ha bidragit till finansnettots ökade betydelse för företagens resultat. Uppgifter från SCB ger vid handen att *finansnettot* i de 500 största industriföretagen kontinuerligt förbättrades under perioden 1980–1985, se diagram 6:16 nedan. Från att tidigare ha varit negativt gav finansnettot år 1985 ett positivt bidrag till företagens nettoresultat motsvarande 1 % av omsättningen. Denna utveckling skall emellertid framför allt ses i ljuset av förhållandet mellan tillväxttakt och vinstutveckling i industrin under perioden.

Diagram 6:16 Rörelse- och nettomarginal samt finansnetto i procent av omsättningen för de större industriföretagen åren 1977–1986.



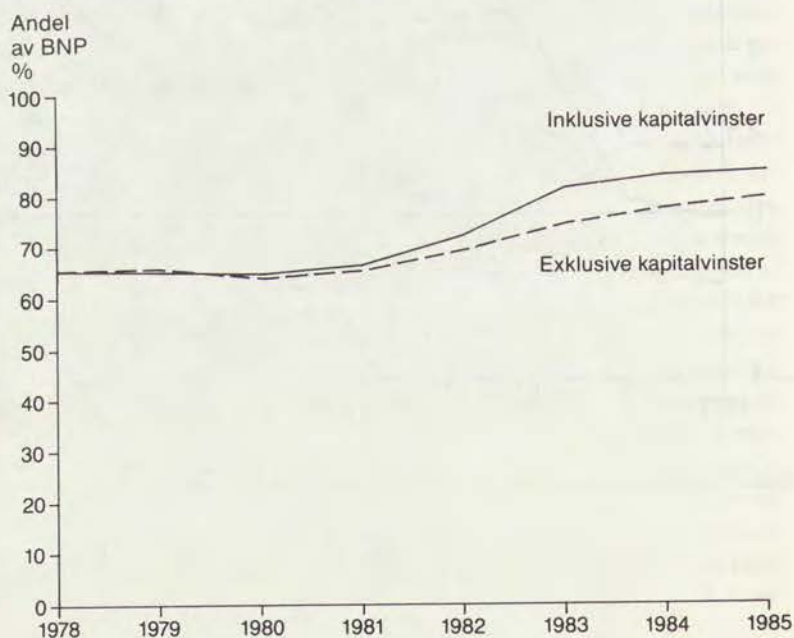
Källa: Statistiska meddelanden, F11 SM 8601, Statistiska centralbyrån.

6.2.5.3 De icke-finansiella företagens totala innehav av finansiella tillgångar

Storleken på och fördelningen av företagens finansiella nettoinvesteringar påverkar såväl nivån som sammansättningen av den stock finansiella tillgångar som innehas av företagen. *Värdet av företagens finansiella tillgångar* uppgick vid utgången av år 1978 till omkring 270 miljarder kronor, vilket motsvarade drygt 65 % av BNP. I diagram 6:17 nedan redovisas utvecklingen av de finansiella tillgångarnas samlade värde fram till utgången av år 1985. Den övre kurvan i diagrammet illustrerar utvecklingen av de icke-finansiella företagens totala finansiella tillgångar i förhållande till BNP med beaktande av de värdeförändringar som uppkom genom exempelvis aktiekurs- och växelkursförändringar, medan den nedre kurvan visar utvecklingen enbart som ett resultat av kumulerade nettoinvesteringar.

Av diagrammet framgår att värdeförändringarna under periodens tre första år totalt sett var obetydliga. De finansiella tillgångarnas värde motsvarade fram till år 1981 med små variationer omkring 65 % av BNP. Under år 1982 och år 1983 kan dock en betydande ökning av de finansiella tillgångarnas värde noteras, motsvarande drygt 15 procentenheter av BNP. Värdet av de totala finansiella tillgångarna steg något även under periodens två sista år och uppgick vid utgången av år 1985 till drygt 735 miljarder kronor, vilket motsvarade 85 % av BNP. För hela perioden 1978–1985 uppgick ökningen således till omkring 20 procentenheter av BNP.

Diagram 6:17 Värdet av de icke-finansiella företagens totala finansiella tillgångar vid utgången av år 1978–1985. Procent av BNP.

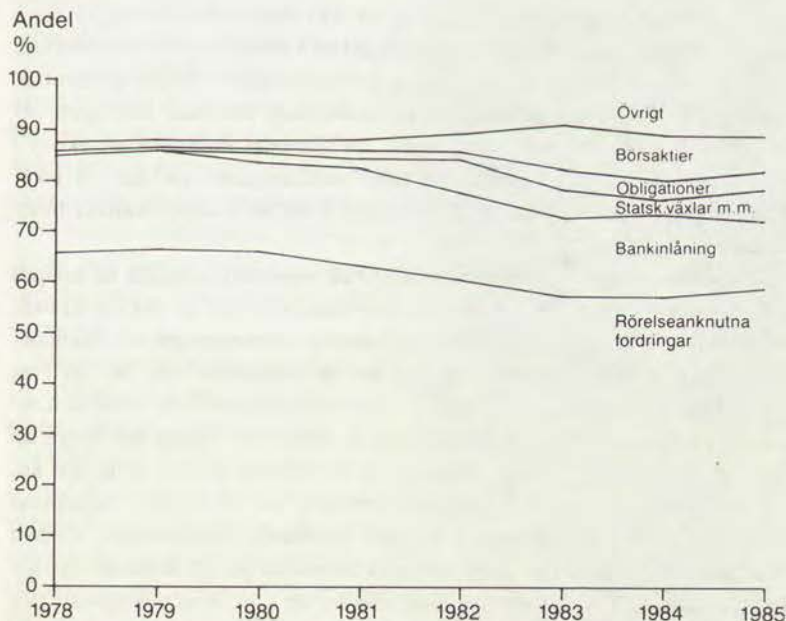


Av skillnaden mellan de två kurvorna framgår att kapitalvinster på inbegripna tillgångsslag fick ökad betydelse under periodens senare hälft. Kapitalvinsterna är hänförliga främst till kursstegringar på svenska börsnoterade aktier. Det är emellertid värt att notera att de icke-finansiella företagens finansiella nettoinvesteringar under perioden var så betydande att tillgångarnas samlade värde steg med drygt 15 procentenheter av BNP även om kapitalvinster på aktier exkluderas.

Samtidigt som de finansiella tillgångarna steg i värde och deras betydelse för de icke-finansiella företagen ökade, förändrades *sammansättningen* av dessa tillgångar. I diagram 6:18 nedan redovisas det totala innehavet av finansiella tillgångar fördelat på olika objekt för perioden 1978–1985. Det dominerande tillgångsslaget var under hela perioden rörelseanknutna fordringar, men dess andel minskade från drygt 65 % år 1978 till knappt 58 % år 1985. En nästan lika stor relativ nedgång kan noteras för bankinlåningen som år 1978 utgjorde närmare en femtedel av de finansiella tillgångarna. Nedgången, som var särskilt markerad under periodens senare del, uppgick till 6 procentenheter.

De icke-finansiella företagens innehav av såväl långa som korta obligationer var obetydliga år 1978. Posten statsskuldväxlar m. m., vilken även inkluderar skattkammarväxlar och olika typer av certifikat, ökade dock betydligt under perioden och utgjorde år 1985 drygt 6 % av de totala finansiella tillgångarna. Även innehav av obligationer med längre löptid

Diagram 6:18 Sammansättningen av de icke-finansiella företagens finansiella tillgångar vid utgången av år 1978–1985. Marknadsvärden.



Anm. I rörelseanknuta fordringar har även inkluderats utlåning till andra sektorer. Statsskuldväxlar m.m. innefattar även olika typer av certifikat.

ökade avsevärt. Sammantaget svarade olika typer av penningmarknadsinstrument år 1985 för närmare en tiondel av de totala finansiella tillgångarnas värde. Vid periodens början var deras andel av de icke-finansiella företagens finansiella tillgångar obefintlig. Detta förhållande, jämte den minskade andelen traditionell bankinlåning, speglar väl den anpassning av företagens portföljer som följde av de omfattande förändringarna på kapitalmarknaden under 1980-talets första hälft.

6.2.5.4 De icke-finansiella företagens innehav av börsnoterade aktier

Av de icke-finansiella företagens totala finansiella tillgångar år 1978 utgjorde börsnoterade svenska aktier drygt 1 %. Till följd av framför allt fortlöpande nettoköp ökade denna andel till närmare 9 % år 1985.

Det har i avsnitt 4.3.1.6 också visats att den andel av det totala börsvärdet som är hänförlig till de icke-finansiella företagens aktieinnehav, mer än fördubblades under den studerade perioden. De aktieposter som företagen förvärvade – och som tillsammans konstituerar denna andelsökning på aggregerad nivå – är av mycket varierande storlek såväl med avseende på börsvärde som med avseende på den andel av aktiekapital och röstetal som de representerar i de enskilda företagen. En fullständig kartläggning av aktieposternas fördelning i detta avseende har inte varit möjlig att genomföra. I syfte att få en uppfattning om denna fördelning har utredningen emellertid gjort en totalgenomgång av de icke-finansiella börsföretagens innehav av aktier i andra svenska börsföretag vid utgången av år 1978 respektive år 1985.

Av genomgången framgår att 41 av 64 icke-finansiella företag på börs- och fondhandlarlistan år 1978 innehade aktier i andra svenska börsföretag. Omkring en tredjedel av dessa företag innehade aktier i endast ett företag, nämligen förvaltningsföretaget SILA. Sammanlagt innehade företagen 149 aktieposter i andra börsföretag, varav en sjättedel utgjordes av aktier i SILA. Undantas SILA-innehaven från beräkningarna var det 28 icke-finansiella börsföretag som år 1978 innehade aktier i andra svenska börsföretag.

Det sammanlagda börsvärdet av de 149 aktieposterna uppgick till knappt 1,8 miljarder kronor, vilket motsvarade närmare 4 % av det dåvarande börsvärdet. Som framgår av tabell 6:15 nedan representerade två tredjedelar av aktieposterna mindre än 1 % av aktiekapitalet och fler än fyra femtedelar av posterna mindre än 5 % av aktiekapitalet i de berörda företagen. Endast undantagsvis var andelen av röstetalet i dessa fall högre än kapitalandelen. Av tabellen framgår också att dessa poster, trots den antalsmässiga dominansen, tillsammans svarade för en mycket begränsad andel av det totala börsvärdet på den innehavda aktiestocken. Endast omkring 3 % av posternas sammanlagda börsvärde på 1,8 miljarder kronor var hänförligt till poster motsvarande mindre än 1 % av aktiekapitalet och omkring 10 % till poster motsvarande mindre än 5 % av aktiekapitalet. Merparten av börsvärdet på aktieposterna var hänförligt till ett fåtal poster

som var och en representerade stora andelar av aktiekapitalet i de berörda företagen. Således svarade exempelvis de nio aktieposter som var och en representerade minst 20 % av aktiekapitalet i ett enskilt företag för 62 % av värdet på de icke-finansiella företagens innehav av börsnoterade aktier.

Tabell 6:15 Svenska icke-finansiella börsföretags innehav av svenska börsnoterade aktier år 1978.

Andel av aktiekapitalet i det ägda företaget %	Antal innehav	Innehavens kumulerade börsvärde mkr	Kumulerad andel av innehavens totala börsvärde %
$50 \leq x$	1	35	2
$20 \leq x < 50$	8	1 092	62
$10 \leq x < 20$	7	1 486	84
$5 \leq x < 10$	6	1 605	90
$2 \leq x < 5$	18	1 723	95
$1 \leq x < 2$	8	1 759	97
$x < 1$	101	1 818	100
Samtliga	149		

Vid en jämförelse med förhållandena år 1985 framgår att betydligt fler icke-finansiella börsföretag ägde aktier i andra svenska börsföretag detta år och att det genomsnittliga antalet ägda poster ökade från 2,7 till 6,5 under perioden. Totalt ägde 63 icke-finansiella börsföretag 407 aktieposter i svenska företag på Stockholms fondbörs A 1- och A 2-lista år 1985. Det sammanlagda börsvärdet av dessa poster uppgick till 26,4 miljarder kronor, vilket motsvarade 9,2 % av det totala börsvärdet vid samma tidpunkt. Av tabell 6:16 nedan framgår att posternas fördelning på andel av aktiekapitalet i de berörda företagen försköts något under perioden, så att den antalsmässiga dominansen ökade för poster representerande små andelar av företagets aktiekapital. Detta påverkade emellertid endast obetydligt fördelningen av posternas sammanlagda börsvärde. De tre fjärdedelar av antalet poster som representerade mindre än 1 % av företagets aktiekapital år 1985 svarade tillsammans för endast 4 % av posternas sammanlagda börsvärde och den tiondel av posterna som representerade minst 20 % av aktiekapitalet i företagen svarade för 51 % av posternas sammanlagda börsvärde.

Merparten av de icke-finansiella börsföretagens innehav av börsaktier var hänförligt till ett fåtal företags innehav av stora andelar i andra företag. Den största ägaren i sammanhanget, byggföretaget Skanska, innehade ensamt börsaktier till ett värde av drygt 5 miljarder kronor, fördelat på ett tjugotal poster. Skanskas innehav representerade således närmare en femtedel av värdet på de icke-finansiella företagens samtliga börsaktieinnehav. Som ytterligare illustration till den ojämna fördelningen kan nämnas att de två aktieposter om vardera 20 % respektive 13 % som Skanska under perioden förvärvade i Sandvik och SKF tillsammans hade ett börsvärde år 1985 som översteg värdet av samtliga 331 i tabellen redovisade aktieinnehav motsvarande mindre än 5 % av aktiekapitalet i de ägda företagen.

Bland övriga i sammanhanget stora ägare kan nämnas Volvo med innehav till ett värde av omkring 3,5 miljarder kronor (exkl. Hilleshög) och ASEA med innehav på närmare 2,7 miljarder kronor. Även dessa innehav utgjordes i allt väsentligt av stora andelar i enskilda företag.

Tabell 6:16 Svenska icke-finansiella börsföretags innehav av svenska börsnoterade aktier år 1985.

Andel av aktiekapitalet i det ägda företaget %	Antal innehav	Innehavens kumulerade börsvärde mkr	Kumulerad andel av innehavens totala börsvärde %
$50 \leq x$	16	3 989	15
$20 \leq x < 50$	26	13 543	51
$10 \leq x < 20$	18	21 301	81
$5 \leq x < 10$	16	23 000	87
$2 \leq x < 5$	22	24 406	92
$1 \leq x < 2$	23	25 265	96
$x < 1$	286	26 392	100
Samtliga	407		

Sammanfattningsvis kan konstateras att den ökade andel av börsvärdet som under den studerade perioden uppnåddes av icke-finansiella företag i allt väsentligt utgjordes av aktieposter av sådan storlek att de gav möjlighet till betydande inflytande i de berörda företagen. Huruvida dessa aktieposter förvärvats i syfte att utnyttja denna inflytandemöjlighet eller med tanke på senare avyttring kan inte utläsas ur statistiken. Beaktas posternas värdemässiga storlek är det dock uppenbart att de endast undantagsvis kan ses som uttryck för en likviditetsförvaltning i form av en väldiversifierad aktieportfölj.

6.2.5.5 Tjugofemprocentsregeln

Utredningen har i avsnitt 6.2.3 ovan kortfattat berört den skattemässiga behandlingen av utdelningsinkomster från ett företags innehav av aktier i ett annat företag. Det har därvid konstaterats att icke-finansiella företag, enligt den nu gällande huvudregeln, är skattskyldiga för sådana inkomster, men att regeln är avsedd att träffa utdelningsinkomster endast från aktier som förvärvats i, vad lagstiftaren kallar, kapitalplaceringssyfte. Den är därför försedd med ett väsentligt undantag.

Skattskyldighet föreligger inte om det görs sannolikt att aktieinnehavet betingas av rörelsen i det ägande företaget eller annat företag som kan anses stå det nära. Den närmare innebörden av denna formulering framgår inte av lagtexten, men i förarbetena framhålls att s.k. rörelsebetingade innehav skall anses föreligga bl. a. då förvärv skett för att trygga företagets tillförsel av råvaror, som ett led i avsättningen av företagets produkter eller för att samordna rörelser eller rörelsegrenar hos flera företag. Det framhålls också att alltför stränga krav inte bör ställas på bevisningen i dessa avseenden och

att skattefrihet för utdelning bör medges även i fall då någon tvekan kan råda om förvärvet haft samband med ägarföretagets rörelse. Skattebefrielse medges av taxeringsmyndigheterna genom godkännande av företagets deklaration, vilken inte är offentlig. Tillgänglig rättspraxis tyder emellertid på en generös tillämpning av bestämmelsen, bl. a. i det avseendet att rörelsebetingade innehav ansetts föreligga även då innehaven i fråga representerat endast en mycket begränsad andel av röstetalet.

Generellt medges skattebefrielse för utdelningar om aktieinnehavet representerar minst 25 % av röstetalet i det ägda företaget. Aktierna skall i dessa fall alltid anses förvärvade i annat än kapitalplaceringssyfte och någon utredning om förvärvets samband med rörelsen behöver således inte föreläggas som stöd för ett yrkande om skattefrihet.

I ägarutredningens direktiv ställs frågan om denna s.k. tjugofemprocentsregel bidragit till de icke-finansiella företagens ökade aktieinnehav i andra företag. Utredningen har med anledning därav låtit utföra en expertstudie rörande de kostnader och intäkter som för en ägare kan anses vara förknippade med ett tjugofemprocentigt innehav av röstetalet i ett visst företag.¹¹

Vad först gäller intäktssidan konstateras i studien att denna bestäms av dels utdelningsinkomsternas storlek före skatt, dels gällande skattesats. Med en genomsnittlig direktavkastning på svenska börsnoterade aktier motsvarande 2–3 % och en statlig inkomstskatt på 52 %, kan skattebefrielsernas effekter grovt beskrivas som att ägarnas avkastningskrav till följd av skattebefrielsen kan sänkas med i genomsnitt 1 procentenhet.

Mot den inkomstökning som skattebefrielsen representerar måste emellertid vägas de kostnader som följer med ett förvärv av aktier motsvarande 25 % eller mer av röstetalet i ett enskilt företag. För att belysa dessa kostnader kan utgångspunkt tas i det faktum att förvärv av aktier innebär ett risktagande för vilket ägaren kräver kompensation i form av högre avkastning, en s.k. riskpremie. Risken kan delas upp i en systematisk risk som är gemensam för alla företag på aktiemarknaden och en osystematisk eller företagsspecifik risk. Genom en lämplig diversifiering av en aktieportfölj kan emellertid den osystematiska risken i portföljen elimineras och avkastningskravet sänkas.

I vilken utsträckning ett förvärv av aktier motsvarande 25 % av röstetalet i ett enskilt företag förändrar den företagsspecifika risken i en aktieportfölj beror bl. a. på aktiepostens storlek i relation till ägarens totala förmögenhet, aktieportföljens sammansättning i övrigt samt det sätt på vilket förvärvet finansieras. Ju större del av ägarens totala förmögenhet som aktieposten representerar, ju mindre diversifierad portföljen i övrigt är och ju högre grad av lånefinansiering som ligger bakom förvärvet, desto större blir risktagandet och därmed kostnaden för förvärvet. Enligt den utförda expertstudien representerar ett tjugofemprocentigt förvärv i de allra flesta fall

¹¹ Rydqvist, K., Tjugofemprocentsregelns betydelse för det ökade institutionella ägandet. Bilaga 3 till betänkandet.

en kostnadsökning i form av ett ökat risktagande som är väsentligt större än den intäktsökning som skattefrihet på utdelningsinkomsterna representerar. Endast undantagsvis torde ett förvärv av denna storleksordning medföra en riskreducering i aktieportföljen. Tjugofemprocentsregeln kan därför inte i sig anses ge incitament att förvärva aktieposter motsvarande 25 % eller mer av röstetalet i ett enskilt företag.

Det är emellertid inte ovanligt att icke-finansiella företag i likhet med framför allt fysiska personer och investmentföretag innehar aktieposter som uppgår till, och ofta väsentligt överstiger, 25 % av röstetalet i ett enskilt företag. Som närmare diskuteras i avsnitt 6.3 nedan kan dessa innehav ses som utslag av en strävan efter kontroll över företaget, där ägaren i fråga tillmäter kontrollen ett större värde än den riskreducering som skulle kunna uppnås genom en diversifiering av portföljen. Värdet av kontrollen kan exempelvis baseras på att ägaren tror sig kunna utnyttja de i företaget befintliga resurserna på ett mer effektivt sätt. I dessa fall kan givetvis tjugofemprocentsregeln vara av betydelse på det sättet att en ägare som avser att förvärva en aktiepost motsvarande något mindre än 25 %, väljer att i stället förvärva aktier motsvarande något mer än 25 % av röstetalet för att därigenom komma i åtnjutande av skattefrihet för utdelningsinkomsterna. Den marginalkostnad i form av ett ökat risktagande som förvärv av ytterligare aktier i det fallet medför skall vägas mot den skattebefrielse ägaren uppnår för *hela* innehavet. Att ageranden av detta slag förekommer har bekräftats vid de hearings utredningen haft med företrädare för näringslivet, men det har inte varit möjligt att kartlägga omfattningen därav.

Vid utgången av den studerade perioden 1978–1985 förekom icke-finansiella företag i 5 fall som ägare till aktieposter motsvarande 25–26 % av röstetalet i icke-finansiella företag med aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs och i 13 fall som ägare till poster motsvarande 25–30 % av röstetalet. Det är för utredningen inte möjligt att avgöra huruvida dessa innehav också är att betrakta som rörelsebetingade och därmed skulle ha medfört skattefrihet även under 25 %, men det är troligt att vissa innehav därvid inte skulle berättigat ägaren till skattebefrielse på utdelningsinkomsterna.

6.2.5.6 Valutaregleringen

I utredningens direktiv reses också frågan om valutaregleringen, genom att lägga restriktioner på investeringar i utlandet, bidragit till de svenska företagens förvärv av svenska börsnoterade aktier under den studerade perioden. Med avseende på i första hand de icke-finansiella börsföretagens tilltagande innehav av aktier i andra börsföretag vill utredningen i det sammanhanget framhålla följande.

Valutaregleringen infördes i Sverige år 1939 som en del i beredskapslagstiftningen i samband med andra världskriget. Regleringen tillkom huvudsakligen för att möjliggöra direkta ingripanden mot kapitalutströmning orsakad av krig eller krigsfara, men användes som ett instrument för valuta-

ransonering och handelsreglering även under början av 1950-talet. Sedan full konvertibilitet genomförts för de viktigaste valutorna och i takt med den internationella kreditgivningens utveckling kom emellertid valutaregleringen i allt större utsträckning att utnyttjas som ett stabiliseringspolitiskt instrument.

Grundprincipen för valutaregleringens tillämpning är att restriktioner läggs såväl på finansiella kapitalrörelser mellan Sverige och utlandet som på uppbyggnad av svenska finansiella fordringar och skulder i utlandet samt motsvarande för utlänningar gentemot Sverige. I princip krävs att kapitalrörelser, skulder och fordringar skall ha en real bakgrund i form av handelstransaktioner eller direktinvesteringar. Syftet är att därigenom minska utrymmet för kapitalflöden till följd av avkastningsskillnader eller förväntningar om växelkursförändringar.

Författningsmässigt utgår valutaregleringen från valutalagen, vilken är en fullmaktslag som ger regeringen rätt att vid krig eller krigsfara eller när det är nödvändigt för att uppnå centrala mål för den ekonomiska politiken utfärda valutareglerande föreskrifter. Dessa meddelas i valutaförordningen som skall underställas riksdagen för godkännande och får avse en tid av högst ett år i sänder. I förordningen bemyndigas riksbanken att meddela tillstånd och tillämpningsföreskrifter på valutaregleringens område. Tillämpningsföreskrifterna, som återfinns i riksbankens författningssamling, ger därmed valutaregleringen dess konkreta innehåll. Regleringen administreras av riksbanken.

Valutaregleringen är utformad som ett generellt betalningsförbud från vilket ett antal undantag gjorts, framför allt för s.k. löpande betalningar, varmed avses betalningar för varor och tjänster. Betalningar som inte är löpande klassificeras som antingen kapitalbetalningar eller transfereringar, av vilka endast kapitalbetalningar är av intresse i föreliggande sammanhang. Kapitalbetalningarna indelas i sin tur i betalningar som resulterar i direktinvesteringar respektive portföljinvesteringar. Med direktinvestering avses en investering av valutainlänning i företag i utlandet och av valutaautlänning i företag i Sverige, som "ger möjlighet till effektivt inflytande i företagets förvaltning eller har till syfte att eljest skapa varaktig ekonomisk förbindelse med företaget". Investeringar som inte är av denna karaktär betecknas som portföljinvesteringar.

Direktinvesteringar kräver tillstånd från riksbanken och villkoren för att erhålla sådant tillstånd har varierat över tiden. För utgående investeringar gällde ursprungligen att investeringarna helt skulle finansieras utomlands – med egna medel eller genom upplåning. Under den av utredningen studerade perioden tillämpades emellertid bestämmelserna liberalt och direktinvesteringarna uppvisade under 1980-talets första hälft en stark expansion. Företagen tvingades visserligen till övervägande del ta upp lån utomlands för att finansiera investeringarna, men det är inte möjligt att avgöra i vilken utsträckning så skulle skett även om möjlighet funnits till finansiering med i Sverige tillgängliga medel. Kravet på utlandsupplåning avskaffades våren

1986 och erfarenheterna därefter visar att företagen ofta fortsatt att finansiera sina direktinvesteringar med utlandslån.

Även *portföljinvesteringar* kräver riksbankens tillstånd och sådant tillstånd beviljades inte under den av utredningen studerade perioden. Det kan enligt utredningens mening anses sannolikt att denna del av valutaregleringen var av betydelse för vissa, framför allt större, icke-finansiella företags aktieplaceringar. Förbudets betydelse för de icke-finansiella företagens kraftigt ökade andel av börsvärdet bör emellertid diskuteras i ljuset av vad som i avsnitt 6.2.5.4 ovan sagts beträffande sammansättningen av företagens aktieinnehav. Det har där visats att de icke-finansiella företagens ökade andel av börsvärdet i allt väsentligt var en följd av ett begränsat antal aktieförvärv, vilka var för sig avsett förhållandevis stora andelar av de berörda företagens aktiekapital och röstetal. Dessa förvärv torde endast undantagsvis kunna karakteriseras som portföljinvesteringar. Till övervägande del synes de vara motiverade av en strävan från förvärvarens sida efter inflytande i de berörda företagen. Antalsmässigt kan visserligen en ökning noteras för rena portföljinvesteringar i aktier, men det sammanlagda börsvärdet av dessa innehav är så litet att de endast marginellt bidragit till de icke-finansiella företagens ökade andel av det totala börsvärdet. Som illustration kan nämnas att värdet av de icke-finansiella börsföretagens samtliga innehav av aktieposter motsvarande mindre än 5 % av aktiekapitalet i andra svenska börsföretag, motsvarade mindre än 0,5 % av det totala börsvärdet år 1985. En del av de portföljinvesteringar som genomfördes i Sverige skulle förmodligen genomförts på utländska kapitalmarknader om detta hade varit möjligt, men den samlade effekten på börsvärdets fördelning av ett sådant agerande skulle ha varit mycket begränsad.

6.2.6 Fjärde AP-fonden

En ägarkategori som med avseende på förmögenhetsuppbyggnad väsentligt skiljer sig från ovan behandlade kategorier är allmänna pensionsfonden. Den grundades i samband med att riksdagen år 1959 beslutade införa en allmän tilläggspensionering, finansierad genom obligatoriska arbetsgivaravgifter. För att uppväga ett tänkbart bortfall av försäkringssparande och säkerställa en hög kapitalbildningstakt i ekonomin, knöts pensionssystemet samman med en fondbildning. Därigenom möjliggjordes också en utjämning av utgifterna för pensionerna. Fondens uppgift är att förvalta de medel med vilka kostnaderna för försäkringen för tilläggspension bestrids och fondens tillväxt bestäms av det politiskt beslutade avgiftsuttaget, förräntningen av fondens medel samt de utgående pensionernas storlek. Fondens verksamhet regleras i lagen (1983:1092) med reglemente för allmänna pensionsfonden.

6.2.6.1 Fjärde AP-fondens organisation och verksamhet

Med utgångspunkt i de influtna medlens ursprung delades förvaltningen av fondens medel upp i tre styrelser, vanligen kallade första, andra och tredje

AP-fonden. Första fondstyrelsen förvaltar tilläggs pensionsavgifter som erlagts av staten, kommuner och därmed jämförliga samfälligheter samt bostadsföreningar och stiftelser, i vilka stat, kommun eller jämförlig samfällighet äger ett bestämmande inflytande. Andra fondstyrelsen förvaltar avgifter som erlagts av andra arbetsgivare, såvitt avser månad med ett avgiftsunderlag som överstiger 20 basbelopp och tredje fondstyrelsen förvaltar övriga tilläggs pensionsavgifter.

I sin ursprungliga form tilläts AP-fonden placera förvaltade medel huvudsakligen i obligationer och andra långfristiga fordringsbevis. Fonden ägde däremot inte rätt att förvärva aktier. En sådan rättighet var inte heller föremål för allvarigare överväganden inom den kommitté som utarbetade förslaget till fondsystemet – ett förhållande som delvis torde kunna tillskrivas näringslivets relativt höga vinstnivå och självfinansieringsgrad under 1950-talet.

Redan i samband med AP-fondens tillkomst markerades emellertid från regeringens sida att en översyn av fondens verksamhet efter viss tid skulle komma att genomföras. En sådan översyn gjordes av 1968 års kapitalmarknadsutredning, vilken i ett delbetänkande år 1972 (SOU 1972:63) framförde förslaget att AP-fonden skulle beviljas möjlighet att förvärva även aktier och vissa aktienärsliggande former av värdepapper. Bakom förslaget låg framför allt en strävan efter att förse näringslivet med riskvilligt kapital och därigenom mildra effekterna av det under 1960-talet kraftigt minskade sparandet i den privata sektorn.

Regering och riksdag ställde sig bakom huvuddragen i utredningens förslag och år 1974 startade fonden denna del av sin verksamhet. Förvaltningen av de medel som används för förvärv av aktier och liknande värdepapper uppdrogs åt en fjärde fondstyrelse, den s.k. fjärde AP-fonden. Denna erhöll rätt att genom dragningar på de tre övriga fonderna, under viss tidsperiod, rekvidrera medel ur ett av riksdagen fastställt rambelopp. I samband med fondens införande fastställdes det första rambeloppet till 500 miljoner kronor.

I motsats till kapitalmarknadsutredningen ansåg regeringen att fjärde AP-fonden inte borde åläggas att bidra till utbetalningen av pensioner, varför fonden ursprungligen inte var skyldig att göra några inbetalningar till pensionssystemet. Fonden var däremot skattskyldig för all inkomst av kapitalförvaltningen. Denna ordning ändrades emellertid fr. o. m. år 1979 då skattskyldigheten upphävdes och fonden ålades att årligen inbetala 80 % av rörelseöverskottet till pensionssystemet. I propositionen betonade föredragande statsrådet överensstämmelsen mellan den valda procentsatsen och kravet på investemangsföretag att vidareutdela 80 % av uppbyggnadsutdelning för att erhålla skattebefrielse på utdelningsintäkter. I samband med löntagarfondernas införande ändrades dock reglerna ånyo. Sedan år 1984 gäller således att fjärde AP-fonden årligen, till första, andra och tredje fondstyrelserna, skall överföra avkastning för närmast föregående räkenskapsår beräknad till 3 % av nuvärdet av förvaltade medel.

Fjärde AP-fonden tilldelades ursprungligen rätt att förvärva aktier i svenska aktiebolag, med undantag för aktiebolag som driver bank- eller försäkringsrörelse. Kapitalmarknadsutredningen föreslog att fonden inte heller skulle tillåtas förvärva aktier i investmentföretag. På denna punkt framkom emellertid betydande kritik i remissbehandlingen, varför regeringen därvidlag frångick utredningens förslag. Förutom aktier tilldelades fjärde AP-fonden rätt att förvärva konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning av aktier. Fr. o. m. år 1984 har fonden också möjlighet att förvärva aktier och närallgande värdepapper i utländska företag. Det sammanlagda värdet av sådana värdepapper får dock inte överstiga 1 % av det totala värdet på de medel fonden förvaltar.

Kapitalmarknadsutredningen föreslog i sitt delbetänkande också att fjärde AP-fonden, i likhet med försäkringsföretag, inte skulle få inneha aktier motsvarande mer än 5 % av röstetalet i ett enskilt företag. Regeringen kunde emellertid inte finna att de skäl som låg till grund för en sådan bestämmelse avseende försäkringsföretagen också var giltiga för AP-fonden, varför den inte heller på denna punkt följde utredningens förslag. Kravet på en begränsning av fondens ägarandel i enskilda företag återkom dock i kapitalmarknadsutredningens slutbetänkande år 1978 (SOU 1978:11). Utredningen förordade då att gränsen för försäkringsföretagens ägarandel i enskilda företag skulle höjas till 10 % av antalet aktier eller, om företaget givit ut aktier med olika röstvärde, 10 % av det totala röstetalet samt att motsvarande bestämmelse skulle införas för fjärde AP-fonden. Regering och riksdag följde denna gång utredningens förslag i fråga om AP-fonden, men lät femprocentsgränsen kvarstå för försäkringsföretagen. Den nya bestämmelsen trädde i kraft år 1980. Bestämmelsens tillämpningsområde begränsades dock år 1984 till att avse endast aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs. I företag vilkas aktier inte är börsnoterade finns således inte någon övre gräns för fondens ägarandel. Bestämmelsen synes enligt ordalydelsen inte heller hindra att fonden förvärvar en röstandel som överstiger 10 % genom att, i företag som inte inregistrerat samtliga aktieserier vid fondbörsen, förvärva icke inregistrerade aktier.

6.2.6.2 Fjärde AP-fondens investeringar och totala innehav av finansiella tillgångar

I likhet med vad som gäller för tidigare nämnda ägarkategorier består *de medel som fjärde AP-fonden under en viss tidsperiod använder för investeringar* av dels externt tillfört kapital, dels bruttosparande.

Det *externa kapitalet* utgörs av de medel som fonden under perioden rekvirerar ur det av riksdagen beviljade rambeloppet. Som ovan konstaterats fastställde riksdagen vid fondens tillkomst rambeloppet till 500 miljoner kronor. Det har därefter höjts vid fyra tillfällen och uppgick vid utgången av år 1985 till 2 350 miljoner kronor. Av tabell 6:17 nedan framgår att fonden rekvirerat medel ur totalramen under samtliga verksamhetsår utom tre och att det sammanlagda rekvirerade beloppet år 1985 uppgick till 1 850 miljo-

ner kronor. Fonden äger inte rätt att ta upp långfristiga lån, varför denna form av externt kapital inte behöver beaktas. *Bruttosparandet* utgörs av fondens rörelseöverskott under perioden minskat med gjorda inbetalningar till pensionssystemet. Rörelseöverskottet framkommer som skillnaden mellan å ena sidan aktieutdelningar och ränteuttag och å andra sidan kostnaderna för fondens förvaltning.

Under den av utredningen studerade perioden 1978–1985 använde fjärde AP-fonden drygt 900 miljoner kronor för investeringar. Omkring två tredjedelar av detta belopp emanerade från de av riksdagen fastställda rambeloppen, medan resterande del härrörde från utdelningar och ränteuttag på fondens värdepappersinnehav.

Tabell 6:17 Till investeringar använda medel i fjärde AP-fonden åren 1974–1985. Miljoner kronor.

	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Rekvirerat kapital	300	200	300	200	250	0
Rörelseöverskott	6	21	24	43	52	66
Skatt	- 2	-11	- 9	-17	-20	-53
Använda medel	304	210	315	226	282	13

	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Rekvirerat kapital	0	150	150	150	150	0
Rörelseöverskott	86	103	123	144	193	227
Inbetalning till pensionssystemet	-69	-83	-98	-116	-103	-112
Använda medel	17	170	175	178	240	115

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisningar 1974–1985.

Fjärde AP-fonden äger, med undantag för förvärv av lokaler för verksamheten, inte rätt att göra investeringar i reala tillgångar. *Valet mellan reala och finansiella investeringar* kan därför förbigås.

Vad gäller *valet mellan olika finansiella objekt* har ovan konstaterats att fonden äger rätt att placera förvaltade medel inte endast i svenska börsnoterade aktier. Fonden får också göra placeringar i icke-börsnoterade svenska aktier, i utländska aktier samt i konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. Placeringarna skall, inom ramen för vad som gagnar försäkringen för tilläggspension och är förenligt med den allmänna ekonomiska politiken samt med beaktande av kreditmarknadens funktionssätt, syfta till att förbättra riskkapitalförsörjningen till gagn för svensk produktion och sysselsättning. Placeringarna skall också tillgodose kraven på god avkastning, långsiktighet och riskspridning.

Som framgår av tabell 6:18 nedan har fonden under samtliga verksamhetsår utom år 1983 nettoköpt värdepapper. Vid årsskiftet 1978–1979 uppgick marknadsvärdet på fondens värdepappersinnehav till 995 miljoner kronor, varav 964 miljoner kronor (97 %) avsåg börsnoterade aktier och

resterande del konvertibla skuldebrev. Räknat i marknadsvärde vid transaktionstillfället nettoköpte fonden därefter värdepapper för 574 miljoner kronor fram till utgången av år 1985.

Tabell 6:18 Fjärde AP-fondens nettoplaceringar i värdepapper år 1974–1985. Miljoner kronor.

År	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Belopp	232	197	293	221	91	92
År	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Belopp	122	109	142	-46	60	95

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisning 1985.

Det har inte varit möjligt att för vare sig vart och ett av de aktuella åren eller för perioden som helhet erhålla uppgifter om fondens nettoplaceringar i endast börsnoterade svenska aktier.¹² Tillgängligt material indikerar dock att dessa var relativt begränsade under perioden som helhet och under vissa år negativa. Såväl år 1983 som år 1984 nettosålde fonden börsnoterade svenska aktier och år 1985 var nettot endast svagt positivt.

En betydande del av fondens nettoplaceringar under perioden avsåg således andra värdepapper än börsnoterade aktier. År 1980 beslutade fondens styrelse att fonden skulle förvärva även *onoterade värdepapper*. Som framgår av tabell 6:19 nedan nettoplacerade fonden därefter, under perioden 1980–1985, omkring 315 miljoner kronor i onoterade aktier och konvertibler. Vissa av dessa värdepapper inregisterades dock vid Stockholms fondbörs under perioden, varför nettoplaceringarna i värdepapper som var onoterade såväl vid transaktionstillfället som vid periodens slut uppgick till 260 miljoner kronor.

Tabell 6:19 Fjärde AP-fondens nettoplaceringar i onoterade aktier och onoterade konvertibler år 1980–1985. Miljoner kronor.

År	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Belopp	5	18	49	51	132	60

Källa: Fjärde AP-fondens årsredovisning 1985.

Som påpekats ovan tillåts fonden sedan år 1984 att i begränsad utsträckning göra placeringar även i *utländska värdepapper*. Nettoplaceringarna i sådana papper uppgick år 1984 till 16 miljoner kronor och år 1985 till 15 miljoner kronor.

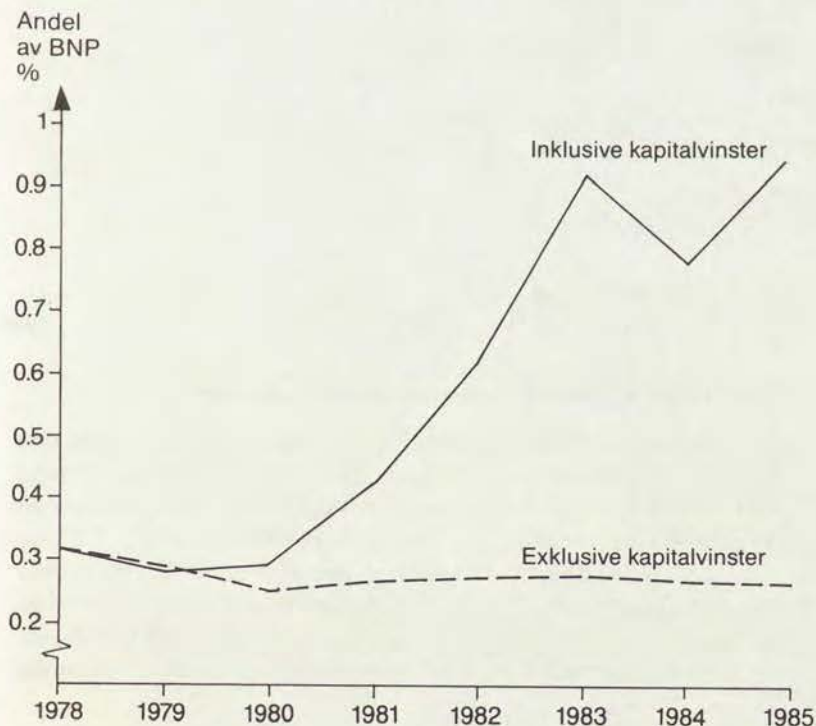
¹² Uppgifter om nettoplaceringar återfinns i kreditmarknadsstatistikens finansiärskaper. För perioden före år 1985 är dessa uppgifter beräknade av SCB med utgångspunkt i del- och helårsredovisningar från AP-fonden. Uppgifterna är enligt utredningens bedömning osäkra och har inte ansetts användbara för utredningens arbete. Sedan år 1985 insamlar SCB uppgifterna genom förfrågan direkt till fonden.

Sammantaget ger materialet vid handen att knappt hälften av fjärde AP-fondens nettoplaceringar i värdepapper under perioden 1978–1985 avsåg börsnoterade svenska aktier och andra noterade svenska värdepapper. Totalt uppgick placeringarna i dessa båda tillgångsslag till drygt 280 miljoner kronor, varav större delen torde vara hänförlig till börsnoterade aktier.

Den del av fondens medel som inte placeras i värdepapper utgör fondens *likvida tillgångar*. Om det behövs för en tillfredsställande betalningsberedskap eller för att tillgodose kravet på en ändamålsenlig förvaltning får dessa placeras som bankinlåning samt, fr. o. m. år 1984, i statsskuldväxlar, skattkamarväxlar, bank- och företagscertifikat. Under perioden 1978–1985 ökade de likvida medlen i löpande priser från 309 miljoner kronor till 777 miljoner kronor, vilket emellertid innebar att deras andel av fjärde AP-fondens totala tillgångar sjönk från 23 % till 18 %.

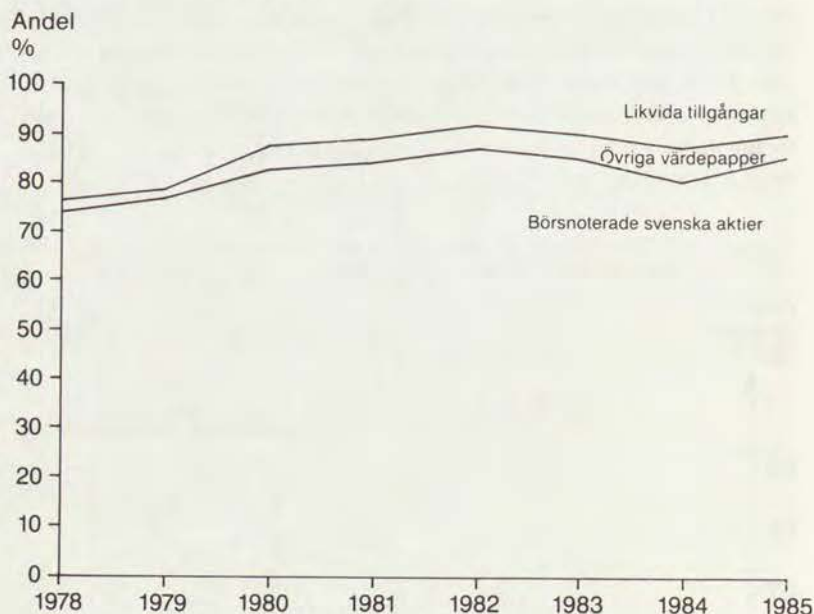
I diagram 6:19 nedan illustreras utvecklingen av fjärde AP-fondens *totala* finansiella tillgångar under den studerade perioden som andel av BNP. Den nedre kurvan visar effekten av under perioden tillförda medel i form av externt kapital och rörelseöverskott utan hänsyn till värdeförändringar. Av kurvan framgår att dessa medel i stort sett motsvarade tillväxten i ekonomin. I den övre kurvan har värdeförändringar på befintliga tillgångar inkluderats. Till följd av betydande värdestegringar på börsnoterade aktier tredubblades värdet av fondens tillgångar uttryckt som andel av BNP, från drygt 0,3 % till närmare 1 %.

Diagram 6:19 Utvecklingen av fjärde AP-fondens finansiella tillgångar perioden 1978–1985. Andel av BNP.



Börsnoterade svenska aktier representerade som tidigare påpekats 97 % av det sammanlagda marknadsvärdet av fondens värdepappersportfölj år 1978. Trots nettoplacingarnas tilltagande inriktning mot andra värdepapper minskade denna dominans endast obetydligt under den studerade perioden. Av värdepappersportföljens sammanlagda marknadsvärde på 7,5 miljarder kronor vid utgången av år 1985 var 7,2 miljarder kronor, eller 96 %, hänförligt till börsnoterade svenska aktier – en utveckling som förklaras av den kraftiga värdestegringen på detta tillgångsslag. Vid en fördelning av fondens totala tillgångar på olika tillgångsslag framgår att börsnoterade svenska aktiers andel ökade med drygt 10 procentenheter under perioden, från 74 % till 86 %, se diagram 6:20 nedan. Förutom värdestegringen på aktierna förklaras denna utveckling av en minskad andel likvida medel.

Diagram 6:20 Sammansättningen av fjärde AP-fondens finansiella tillgångar vid utgången av år 1978–1985. Marknadsvärden.



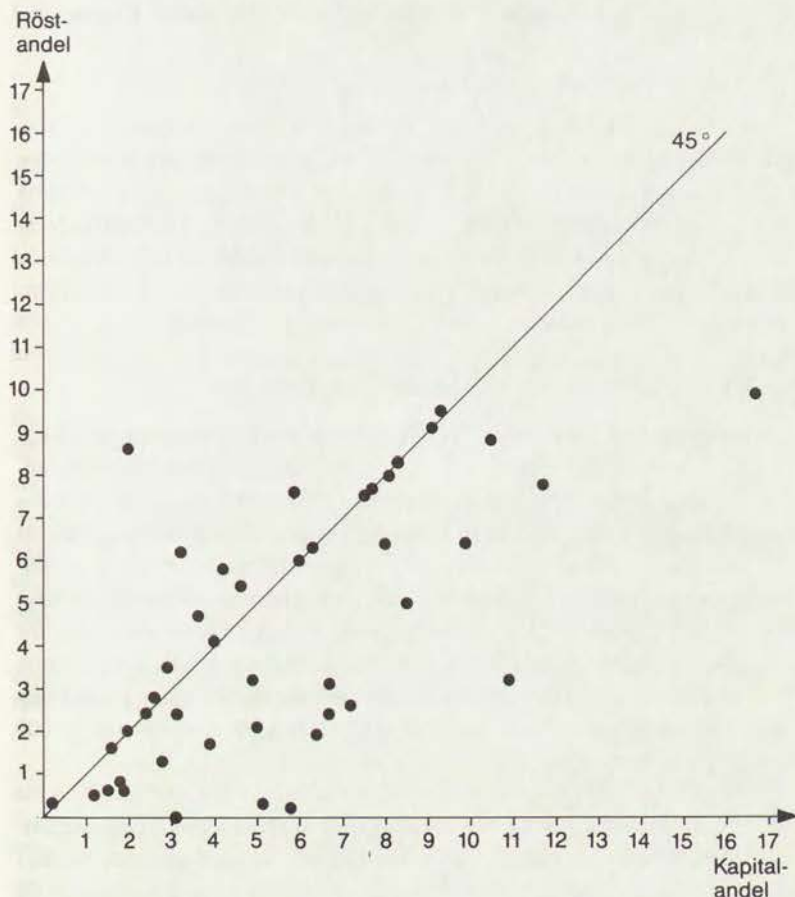
6.2.6.3 Fjärde AP-fondens innehav av börsnoterade aktier

Av fjärde AP-fondens totala investeringar i värdepapper under perioden 1978–1985 gick mindre än hälften till förvärv av börsnoterade svenska aktier. Fondens totala börsaktieinnehav ökade endast något snabbare än börsaktiestockens värde och steg från 2,1 % år 1978 till 2,5 % år 1985.

Sammanlagt innehade fjärde AP-fonden vid utgången av år 1985 aktier i 45 aktiemarknadsföretag. I fler än hälften av dessa företag var fondens andel av aktiekapitalet större än dess andel av rösttalet – ett förhållande som delvis bör ses mot bakgrund av den begränsning som gäller för fondens

röstandel i enskilda företag. I genomsnitt motsvarade innehaven 5,6 % av aktiekapitalet och 4,2 % av röstetalet, se diagram 6:21 nedan.

Diagram 6:21 Röst- och kapitalandelar för fjärde AP-fondens innehav av aktier i aktiemarknadsföretag vid utgången av år 1985. Procent.



6.2.6.4 Beslut om inrättande av en femte AP-fond

Avslutningsvis bör i detta sammanhang påpekas att riksdagen våren 1988 beslutade inrätta en femte AP-fondstyrelse. Fjärde AP-fondens andel av börsaktiestocken har enligt regeringen nått en sådan omfattning att fonden av marknadsskäl inte bör bli särskilt mycket större. En femte fondstyrelse, här kallad femte AP-fonden, skall därför inrättas, med samma placeringsmöjligheter som tillkommer fjärde AP-fonden.

Genom beslutet sattes också en övre gräns för tilldelning av medel till fjärde och femte AP-fonderna. Dessa skall vardera tilldelas medel som motsvarar högst 1 % av det sammanlagda anskaffningsvärdet på de medel som första, andra och tredje AP-fonderna förvaltar. Den femte AP-fonden

skall dock inte kunna rekvirera hela detta belopp vid ett och samma tillfälle, utan skall successivt byggas upp, med fjärde AP-fondens uppbyggnadstakt som riktmärke.

I likhet med vad som gäller för fjärde AP-fonden skall den femte AP-fondens innehav av aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs, få motsvara högst 10 % av röstetalet för samtliga aktier i ett enskilt företag.

6.2.7 Löntagarfonderna

I oktober 1983 beslutade riksdagen att komplettera ATP-systemet med fem s.k. löntagarfondstyrelser, i det följande benämnda löntagarfonder. I den stundtals mycket intensiva politiska debatt som under flera år föregick detta beslut framfördes från förslagsställarnas sida en rad motiv för inrättande av dessa fonder. I regeringens proposition i ämnet framhöll dock föredragande statsrådet att fondernas väsentligaste uppgift är att medverka till en fördelningspolitiskt acceptabel tillväxt- och stabiliseringspolitik.

6.2.7.1 Löntagarfondernas organisation och verksamhet

Löntagarfonderna finansieras genom dels en särskild vinstdelningsskatt, dels den obligatoriska arbetsgivaravgift som finansierar den allmänna tilläggspensioneringen. Var och en av de fem löntagarfonderna äger således rätt att årligen rekvirera dels en femtedel av vinstdelningsskatten, dels ett belopp motsvarande fyra hundradelar av procentsatsen för uttag av tilläggspensionsavgiften. I samband med att löntagarfonderna infördes höjdes den senare avgiften med 2 procentenheter. Den totala medelsramen för varje löntagarfond får emellertid inte överskrida ett i fondens reglemente angivet belopp. Detta fastställdes för år 1984 till 400 miljoner kronor och ökar därefter årligen t. o. m. år 1990 med ett belopp motsvarande 20 000 basbelopp för respektive år.

De medel som fonderna rekvirerar skall användas för förvärv av framför allt aktier i svenska företag och avkastningen skall tillföras ATP-systemet. Löntagarfonderna äger emellertid också rätt att placera förvaltade medel i aktier, konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning utfärdade av svenska aktiebolag. Vidare kan fonderna placera medel som riskkapital i svenska ekonomiska föreningar, men saknar möjlighet att förvärva utländska värdepapper.

I likhet med vad som är fallet för fjärde AP-fonden gäller för varje löntagarfond en begränsning i fråga om den ägarandel fonden får inneha i form av börsnoterade aktier i ett enskilt företag. Denna andel fastställdes ursprungligen till högst 8 % av samtliga aktier i företaget eller, om företaget givit ut aktier med olika röstvärde, 8 % av det totala röstetalet i företaget. Gränsen motiverades med att de fem löntagarfonderna och fjärde AP-fonden tillsammans inte skulle ta på sig ett fortlöpande huvudansvar för förvaltningen av enskilda företag. Tillsammans kunde löntagarfonderna och fjärde AP-fonden genom förvärv av aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs därigenom uppnå maximalt 50 % av röstetalet i ett enskilt företag.

Som redovisats i föregående avsnitt beslutade riksdagen våren 1988 att en femte AP-fond skall inrättas och att denna – i likhet med fjärde AP-fonden – skall kunna förvärva vid Stockholms fondbörs inregistrerade aktier motsvarande högst 10 % av röstetalet i ett enskilt företag. Tillsammans kan fjärde och femte AP-fonden därmed uppnå 20 % av röstetalet. I syfte att behålla gränsen 50 % för AP-fonderna och löntagarfonderna tillsammans, innefattade beslutet också en sänkt gräns för löntagarfondernas del. Var och en av löntagarfonderna tillåts, i form av börsnoterade aktier, inneha högst 6 % av röstetalet i ett enskilt företag.

6.2.7.2 Löntagarfondernas investeringar och totala innehav av finansiella tillgångar

De medel som löntagarfonderna under en viss tidsperiod använder för investeringar utgörs av dels *externt kapital* i form av rekvirerade medel, dels *internt genererat kapital* i form av rörelseöverskottet minskat med gjorda inbetalningar till pensionssystemet. I likhet med vad som ovan sagts beträffande fjärde AP-fonden är löntagarfonderna inte skattskyldiga, men skall till första, andra och tredje AP-fonden årligen överföra avkastning för närmast föregående räkenskapsår beräknad till 3 % av nuvärdet av förvaltade medel. Som framgår av tabell 6:20 nedan rekvirerade löntagarfonderna tillsammans 1 524 miljoner kronor år 1984 och 1 231 miljoner kronor år 1985. Efter tillägg för rörelseöverskott och avdrag för inbetalningar till pensionssystemet uppgick de för investeringar använda medlen respektive år till 1 531 miljoner kronor och 1 236 miljoner kronor.

Tabell 6:20 Av löntagarfonderna använda medel för investeringar år 1984 och år 1985. Miljoner kronor.

	1984	1985
Rekvirerat kapital	1 524	1 231
Rörelseöverskott	20	71
Inbetalning till pensionssystemet	-13	-65
Använda medel	1 531	1 237

Källa: Löntagarfondernas årsredovisningar 1985.

I likhet med vad som ovan konstaterats beträffande fjärde AP-fonden äger löntagarfonderna, med undantag för förvärv av lokaler för verksamheten, inte rätt att placera förvaltade medel i reala tillgångar. *Valet mellan reala och finansiella tillgångar* kan därför även för löntagarfondernas del förbigås. Vad gäller *valet mellan olika finansiella tillgångsslag* framgår av fondernas årsredovisningar att verksamheten under de två aktuella åren var starkt inriktad mot placeringar i börsnoterade aktier.

Den kraftiga värdestegringen på börsnoterade aktier medförde att marknadsvärdet på fondernas totala tillgångar under de studerade åren ökade väsentligt mer än de externt och internt tillförda medlen. Marknadsvärdet på fondernas totala tillgångar uppgick således till 3,5 miljarder kronor vid

utgången av år 1985, medan de av fonderna använda medlen för investeringar under perioden uppgick till knappt 2,8 miljarder kronor.

I tabell 6:21 nedan har marknadsvärdet på fondernas sammanlagda finansiella tillgångar fördelats på olika tillgångsslag. Av tabellen framgår att börsnoterade aktier vid utgången av år 1984 representerade 65 % av tillgångarnas sammanlagda marknadsvärde, medan denna andel ett år senare var 70 %.

Tabell 6:21 Löntagarfondernas sammanlagda finansiella tillgångar vid utgången av år 1984 och år 1985. Fördelning på olika tillgångsslag. Miljoner kronor.

	1984	%	1985	%
Börsnoterade aktier	1 022	65	2 457	70
OTC- och inofficiellt noterade aktier	120	8	435	12
Övriga aktier	11	1	77	2
Konvertibla skuldebrev	31	2	106	3
Likvida medel	382	24	421	12
Totalt	1 566	100	3 496	100

Källa: Riksrevisionsverkets utlåtande över löntagarfondernas verksamhet 1984 och 1985.

6.2.7.3 Löntagarfondernas innehav av börsnoterade aktier

Löntagarfonderna startade sin verksamhet år 1984 och hade vid utgången av år 1985 uppnått ett aktieinnehav motsvarande knappt 1 % av det totala börsvärdet. I likhet med vad som är fallet för fjärde AP-fonden kan denna utveckling ses som ett direkt resultat av ett beslut från riksdagens sida.

6.2.8 Utländska ägare

Ett framträdande drag i utvecklingen på kapitalmarknaden under den av utredningen studerade perioden är en tilltagande internationalisering. På aktiemarknaden kommer denna utveckling till uttryck bl. a. i en ökad handel över nationsgränserna och ett ökat antal marknadsplatser runt om i världen. Ett annat uttryck för internationaliseringsprocessen är att allt fler aktier utgivna av svenska företag noteras på utländska fondbörser. Visserligen förekom noteringar av svenska aktier på utländska fondbörser redan under 1920-talet, men det utländska intresset för svenska aktier sjönk markant efter den s.k. Kreuger-kraschen. Till följd av i huvudsak de noteringar som ägde rum under slutet av 1970- och början av 1980-talet bedrivs emellertid i dag handel på utländska fondbörser med aktier i ett tjugotal svenska företag.

När det gäller ägarstrukturen i de svenska börsföretagen återspeglas internationaliseringsprocessen i en markant uppgång för den andel av börsvärdet som innehas av utländska ägare. Denna andel var år 1978 omkring 4 %, medan den år 1985 uppgick till omkring 8 %. Till följd av bl. a. de särskilda regler som gäller för utländskt ägande i svenska företag är det

emellertid sällsynt att utländska ägare tillhör de större ägarna i enskilda börsföretag.

6.2.8.1 Begreppet utländska ägare

Begreppet utländska ägare är inte entydigt och ges därför i olika sammanhang olika innebörd. För utredningens vidkommande är det av särskilt intresse hur begreppet definieras i den av SCB utförda undersökningen av olika ägarkategoriernas andelar av det totala börsvärdet som redovisats i kapitel 4. Därutöver är det nödvändigt att beakta de sätt på vilket utländska ägare identifieras i de två regleringar som närmast berör utländska ägares möjligheter att förvärva svenska aktier, nämligen valutaregleringen och den s.k. förvärvslagstiftningen.

SCB utgår i sin undersökning från den indelning som görs av VPC. I korthet medför det att till kategorin utländska ägare hänförs aktier vilkas ägare har skattemässig hemvist i annat land än Sverige samt aktier som är förvaltarregistrerade hos utländsk förvaltare.

Valutaregleringen gör en åtskillnad mellan valutainlänningar och valutautlänningar. Med valutainlänning avses för det första svensk medborgare som har fast bostad i Sverige samt utländsk medborgare som under de tre senaste kalenderåren haft fast bostad i Sverige. Därutöver räknas som valutainlänning dels juridisk person vars styrelse har sitt säte i Sverige eller, om styrelse saknas, vars huvudkontor finns i Sverige, dels filial eller annat kontor för utländskt bolag eller för utländsk ekonomisk förening som driver verksamhet i Sverige. Övriga fysiska och juridiska personer är valutautlänningar. Med mycket få undantag torde det av SCB nyttjade begreppet utländska ägare knyta väl an till begreppet valutautlänning.

Förvärvslagstiftningen gör en åtskillnad mellan vad som kallas kontrollsubjekt och icke kontrollsubjekt, varvid som kontrollsubjekt räknas bland andra utländska medborgare oberoende av bostadsort, övriga utländska rättssubjekt samt svenska aktiebolag som i sin bolagsordning inte intagit ett s.k. utlänningsförbehåll. Det kan noteras att svenska medborgare som är bosatta utomlands och enligt valutaregleringen är valutautlänningar, inte är kontrollsubjekt.

6.2.8.2 Regleringen av det utländska ägandet

I föreliggande avsnitt ges en summarisk redovisning av valutaregleringen och förvärvslagstiftningen till den del dessa regelkomplex kan antas vara av betydelse för det utländska ägandet av aktier i svenska börsföretag. Ett sådant ägande kan uppkomma på i huvudsak fyra olika sätt, nämligen genom

- I köp på den svenska aktiemarknaden via fondkommissionär eller svensk valutabank
- II köp på utländsk aktiemarknad i samband med att svenska aktier introduceras där

III teckning av nyemitterade aktier vid kontant- eller apportemission som riktas till viss utländsk ägare

IV utförsel av aktier i samband med att svensk ägare flyttar utomlands.

De tre förstnämnda av dessa förfaranden berörs av såväl valutaregleringen som förvärvslagstiftningen. Det fjärde förfarandet träffas av valutaregleringen om aktierna lämnar Sverige. Vanligtvis väljer emellertid ägaren att lämna aktierna i svensk depå, varvid denna "spärras" i den meningen att aktierna inte utan tillstånd får föras ut ur landet. Inom ramen för depån får ägaren fritt handla med aktierna i Sverige, men för att föra ut likvid eller avkastning erfordras tillstånd för kapitalexport. Förvärvslagstiftningen avser, som framgår av namnet, endast förvärv och är därför inte alls aktuell i det fjärde fallet.

Valutaregleringen

Valutaregleringen tillkom, som påpekats i tidigare avsnitt, år 1939. Den utgår från en distinktion mellan kategorierna valutainlänning och valutaautlänning. Såväl med avseende på valutainlänningars investeringar utomlands som med avseende på valutaautlänningars investeringar i Sverige görs vidare en åtskillnad mellan direktinvesteringar och portföljinvesteringar.

Direktinvesteringar karakteriseras av att de "ger möjlighet till effektivt inflytande i företagets förvaltning eller har till syfte att eljest skapa varaktig ekonomisk förbindelse med företaget". Valutaautlänningars direktinvesteringar i Sverige kräver riksbankens tillstånd på grund av de betalningar och värdepapperstransaktioner som krävs för investeringarnas genomförande. Sådant tillstånd lämnas emellertid i princip alltid. Prövningen inskränks till en kontroll av att de finansiella transaktionerna gäller en verklig direktinvestering, i enlighet med valutaforeskrifternas definition.

Investeringar som inte karakteriseras som direktinvesteringar är *portföljinvesteringar*. Inte heller dessa får genomföras utan riksbankens tillstånd och till skillnad från vad som är fallet i fråga om direktinvesteringar, var riksbankens ursprungliga inställning att utländska portföljinvesteringar i Sverige som huvudregel skulle vara förbjudna. Det ansågs på det sättet möjligt att i viss mån hindra kortfristigt, lättrorligt, kapital från att strömma fram och tillbaka över gränserna. Trots den ursprungligen mycket restriktiva inställningen kom emellertid riksbanken med tiden att för allt fler situationer bevilja tillstånd även till portföljinvesteringar.

Redan i samband med regleringens tillkomst gjordes ett undantag för den stock av svenska aktier som då fanns i utlandet. Valutaautlänning som ägde börsnoterade svenska värdepapper tilläts att på vissa villkor genomföra omplaceringar till andra börsnoterade svenska värdepapper. Denna s.k. switchrätt kunde också överlåtas. Vidare medgavs på vissa villkor att valutaautlänning som ägde börsregistrerade aktier i ett svenskt bolag deltog i en nyemission i detta bolag med den rätt som tillkom honom på grund av det ursprungliga aktieinnehavet. På samma sätt fick valutaautlänning vid en

fondemission förvärva det antal delbevis som fordrades för tilldelning av en fondaktie, då innehavet av gamla aktier inte motsvarade helt antal fondaktier.

Under början av 1970-talet beviljade riksbanken för första gången tillstånd för svenska företag att låta större aktieposter förvärfvas av valutautlåningar. Det var då frågan om en begränsad och selektiv kapitalimport. I samband med att riksbanken år 1974 sökte vägar att finansiera mer permanenta underskott i den svenska bytesbalansen diskuterades möjligheten att som ett led i kapitalimporten även acceptera valutautlåningars köp av svenska aktier i vidare omfattning. Denna utväg avvisades emellertid med hänvisning till riskerna för betalningsbalansmässiga påfrestningar samt störningar i anslutning till kreditpolitiken och handeln på Stockholms fondbörs vid eventuella återflöden av kapital till utlandet.

I samband med avvisandet framhölls dock att om man vid försäljning av aktier till utlandet kunde nå sådana kategorier som var mindre intresserade av kortsiktig avkastning och mer av riskspridning eller andra långsiktiga placeringsmotiv, skulle riskerna för accentuerade återförsäljningar vid olämpliga tidpunkter i hög grad minska. Riksbanken beslöt därför år 1975 att tillstånd till export av svenska aktier skulle kunna lämnas dels om särskilda skäl förelåg, dels om försäljningen i utlandet kunde ske i form av konvertibler, optionsrätter eller riktade emissioner eller i övrigt i större aktieposter till köpare som kunde antagas göra mer "varaktiga placeringar". Fram till år 1979 ansökte dock endast ett fåtal företag om sådant tillstånd.

År 1979 liberaliserades tillståndsgivningen ytterligare. Riksbanken beslutade då att försäljning av svenska aktier till utlandet kunde tillåtas efter ansökan från respektive företag om överlåtelsen bedömdes medföra fördelar från export- eller kapitalförsörjningssynpunkt. Därtill skulle i enstaka fall ansökan kunna bifallas när speciella skäl förelåg, exempelvis med hänsyn till köparens särskilda anknytning till Sverige. Samtidigt borttogs kravet på "varaktiga placeringar", bl. a. därför att det till viss del stod i strid mot företagets intresse av en aktiv handel i de exporterade aktierna. Ansökningar om utlandsförsäljning av större aktieposter kom därefter regelmässigt att beviljas och år 1985 hade ett tjugotal börsföretag erhållit sådant tillstånd. Liberaliseringen fortsatte år 1986 genom att det i tillämpningsföreskrifterna skrevs in att riksbanken normalt skulle lämna tillstånd till export av svenska börsnoterade aktier och OTC-aktier. Någon egentlig tillståndsprövning ägde därefter i praktiken inte rum och i februari 1988 avskaffades tillståndskravet.

Förvärvslagstiftningen

Vad därefter gäller förvärvslagstiftningen kan konstateras att denna emane-
rar från den tidigare gällande lagen (1916:156) om vissa inskränkningar i
rätten att förvärva fast egendom m. m., vilken initierades av farhågor för
vissa utländska företags intresse av att förvärva gruvor i Sverige. Lagen
innebar att utländska medborgare, utländska företag och andra likställda

rättssubjekt inte utan särskilt tillstånd fick förvärva fast egendom eller gruva i Sverige. Detsamma gällde för svenska aktiebolag som i bolagsordningen inte intagit ett s.k. utlänningsförbehåll. Med det senare avsågs ett förbehåll enligt vilket utländska rättssubjekt eller tillståndspliktiga svenska rättssubjekt genom teckning eller överlåtelse fick förvärva endast en mindre del av bolagets aktier, vid varje tidpunkt motsvarande mindre än 40 % av aktiekapitalet och 20 % av röstetalet för samtliga aktier i bolaget. Om exempelvis ett utländskt företag önskade förvärva ett svenskt aktiebolag, krävde detta således ett borttagande av förbehållet. Varken ett borttagande eller en ändring av förbehållet fick emellertid genomföras utan regeringens medgivande och vid prövning därav tillmättes företagets innehav av fast egendom betydelse.

Syftet med 1916 års lag var i korthet att skydda vissa naturtillgångar mot utländsk exploatering. År 1973 genomfördes vissa provisoriska förändringar i lagen, bl. a. i det avseendet att medgivande till ändring eller borttagande av utlänningsförbehåll inte skulle lämnas, om detta stred mot "väsentligt allmänt intresse". I korthet innebar det att regeringen vid prövning av ändringsansökan inte endast skulle beakta företagets innehav av materiella utan också av immateriella tillgångar. I praxis kom värderingen av utlänningsförbehållen i samband med ändringsansökningar därefter att innefatta dels en prövning av betydelsen av det utländska ägandet i sig för skyddsintressena i bolaget, dels lämpligheten hos den potentielle förvärvaren. Därigenom kom prövningen i princip att fungera som en indirekt förvärvskontroll.

Efter utredning av frågan under 1970-talet framlade regeringen ett förslag till ny reglering på detta område i form av dels en lag om utländska förvärv av svenska företag, dels en lag om utländska förvärv av fast egendom m. m. Båda lagarna trädde i kraft den 1 januari 1983. Enligt den nya företagsförvärvslagen sker kontrollen av det utländska inflytandet över svenska företag genom dels en tillståndsprövning av vissa förvärv, dels ett system med utlänningsförbehåll.

Förvärvskontrollen innebär att kontrolls subjekt inte utan förvärvstillstånd får förvärva aktier i svenska aktiebolag om förvärvet får till följd att kontrolls subjektets innehav i bolaget därigenom passerar någon av gränserna 10 %, 20 %, 40 % eller 50 % av aktiekapitalet eller röstetalet. Kontrollsubjekt är som påpekats ovan bl. a. utländska medborgare, oavsett om de är bosatta i Sverige eller ej, andra utländska rättssubjekt samt svenska aktiebolag som saknar utlänningsförbehåll. Frågan om förvärvstillstånd prövas av länsstyrelsen eller, i vissa viktigare ärenden, av regeringen och tillstånd skall enligt lagen meddelas om det inte strider mot "väsentligt allmänt intresse".

Som utgångspunkt för bedömning av vad som är "väsentligt allmänt intresse" har i praxis identifierats vissa s.k. skyddsvärda intressen. Dessa inbegriper industri- och regionalpolitiska intressen, säkerhets- och beredskapspolitiska intressen, intresset av nationellt självbestämmande och oberoende samt nationella kulturella intressen. Huvuddelen av de ansökningar

om förvärvstillstånd som inlämnats har avsett mindre företag och endast undantagsvis börsföretag. Bland annat av detta skäl har förvärven i flertalet fall inte ansetts beröra några skyddsintressen och tillstånd har meddelats utan vidare åtgärder. I vissa fall har emellertid förvärven bedömts innebära sådana risker för att skyddsvärda intressen träds för när, att de ansetts strida mot "väsentligt allmänt intresse". Ibland har det förvärvande företaget då gjort frivilliga åtaganden för att minska eller undanröja dessa risker och därigenom möjliggjort ett bifall till ansökan.

Företagsförvärvslagens tillämpningsområde omfattar inte förvärv av aktier i svenska bank- och försäkringsaktiebolag. Banklagstiftningen tillåter över huvud taget inte att kontrollssubjekt förvärvar aktier i svenska bankaktiebolag, medan någon begränsning av detta slag inte föreligger för försäkringsaktiebolag. För förvärv av aktier i övriga aktiebolag är förvärvskontrollen däremot heltäckande, såvitt avser förvärv som får till följd att ett visst kontrollssubjekts innehav överskrider någon av de angivna gränserna. Lagen medger däremot inte någon möjlighet till insyn eller kontroll från samhällets sida över utländska förvärv som inte medför ett samlat innehav motsvarande mer än 10 % av bolagets röstetal eller aktiekapital. Inte heller medger den någon kontroll över flera utländska ägares sammanlagda innehav av aktier i ett bolag. Det bör vidare understrykas att företagsförvärvslagen inte är tillämplig på utländska nyetableringar i Sverige.

Det utländska inflytandet i svenska företag kontrolleras också genom systemet med *utlånningsförbehåll*. I likhet med vad som var fallet i den äldre lagen definieras detta i den nya företagsförvärvslagen som ett förbehåll i bolagsordningen för ett svenskt aktiebolag, enligt vilket kontrollssubjekt genom teckning eller överlåtelse får förvärva endast en viss del av bolagets aktier, vid varje tidpunkt mindre än 40 % av aktiekapitalet och 20 % av röstetalet. Utlånningsförbehåll kan också innehålla snävare gränser än dessa.¹³

Efter särskilt tillstånd kan emellertid även mindre restriktiva förbehåll godtas som utlånningsförbehåll. I ett företag med denna typ av s.k. likställt förbehåll kan det utländska ägandet således överskrida gränserna 40 % respektive 20 %. Av förarbetena framgår att möjligheten till likställt förbehåll är tänkt att kunna användas för företag som saknar vanligt utlånningsförbehåll och som på grund av rådande ägarförhållanden är förhindrade att sätta in ett sådant förbehåll i bolagsordningen samtidigt som det står klart att företaget domineras av inhemska intressen. Vanligen är det fråga om företag i vilka visserligen mer än 40 % av aktiekapitalet är i kontrollssubjekts ägo, men dessa aktiers sammanlagda röstvärde klart understiger 20 % av det totala röstetalet i företaget.

¹³ I sin ursprungliga lydelse föreskrev lagen att utlånningsförbehåll skulle gå ut på att mindre än 20 % av bolagets aktier eller, om aktier med olika röstvärde fanns, mindre än 20 % av röstetalet fick förvärvas av kontrollssubjekt. För att hindra att en alltför stor andel av bolagens aktiekapital, genom utgivande av aktieslag med olika röstvärden, kom i händerna på utländska ägare, ändrades emellertid begränsningen år 1934 till att avse såväl aktiekapitalet som röstetalet.

Varken utlånningsförbehåll eller likställda förbehåll får ändras eller tas bort utan regeringens tillstånd och tillstånd skall beviljas endast om ändringen inte strider mot väsentligt allmänt intresse.

Aktier som inte omfattas av utlånningsförbehåll kallas fria aktier, medan övriga aktier kallas bundna aktier. I bolag som saknar utlånningsförbehåll är således samtliga aktier fria.

Avslutningsvis bör i fråga om företagsförvärvslagen nämnas att regeringen år 1986 tillsatte en särskild utredare med uppgift att utreda vissa frågor om utvecklingen i de företag i Sverige som förvärvats av utländska intressen (I 1986:02). Utredaren skall statistiskt belysa utvecklingen i företagen med avseende på näringspolitiskt intressanta variabler, göra en fördjupad beskrivning av vissa företag samt bedöma om utvecklingen i de förvärvade företagen stått i överensstämmelse med de åtaganden som förvärvaren gjort i samband med förvärvet. Uppdraget skall vara slutfört senast den 1 november 1988.

6.2.8.3 Utländska ägares förvärv av svenska börsnoterade aktier

Inslaget av utländskt ägande i svenskt näringsliv ökade markant under den av utredningen studerade perioden 1978–1985. Bakom denna uppgång kan iakttagas dels en rad direktinvesteringar, framför allt i form av företagsköp, dels portföljinvesteringar som resulterade i utländska minoritetsposter i svenska företag.

Vad först gäller direktinvesteringarna kan konstateras att det enligt SCB fanns omkring 2 400 utlandsägda företag i Sverige år 1986 med totalt drygt 150 000 anställda. De utlandsägda företagens andel av den totala sysselsättning uppgick således till endast ett par procent. Samtidigt kan dock konstateras att de utlandsägda företagens andel av sysselsättningen var betydligt högre i vissa branscher. Inom exempelvis tillverkningsindustrin svarade de utlandsägda företagen år 1986 för 10 % av sysselsättningen.

De utlandsägda företagen är genomsnittligt sett förhållandevis små i den meningen att de har ett begränsat antal anställda. Utredningen har i kapitel 4 visat att endast 6 % av det totala antalet anställda i storföretagen, dvs. i företag med minst 500 anställda, återfanns i utlandsägda företag år 1985. Av dessa var närmare en tredjedel anställda i företaget SAS. De utländska direktinvesteringarna torde därför endast i mycket begränsad utsträckning ha påverkat ägarstrukturen i den av utredningen studerade storföretagspopulationen och detsamma gäller det totala börsvärdets fördelning på ägarkategorier. Det är mot denna bakgrund i första hand utländska portföljinvesteringar som är av intresse för utredningens arbete.

Utredningen har av olika skäl inte funnit det möjligt att använda finans- och nationalräkenskaperna som underlag för en beskrivning av utländska ägares förvärv av svenska aktier. En förhållandevis god bild av dessa förvärv erbjuder däremot riksbankens transaktionsstatistik. Denna täcker valuta-utlånningsförfärförvärf på den svenska marknaden, på utländska marknader i samband med introduktioner och i samband med riktade emissioner till

specifika utländska ägare. Statistiken täcker även valutaautlåningars konverteringar av konvertibla skuldebrev till aktier. Däremot inbegriper den inte aktier som lämnar Sverige i samband med att en ägare flyttar utomlands och blir valutaautlåning. Totalt sett torde dock detta vara ett mindre statistiskt problem emedan flertalet av de större ägare som lämnar Sverige väljer att antingen låta aktierna ligga i depå i Sverige eller har ett svenskt förvaltningsföretag som förvaltar aktierna.

Av statistiken framgår att Sverige från 1960-talets mitt till år 1980 var nettoimportör av svenska börsnoterade aktier. Handeln omsatte emellertid aktier till ett värde av endast ett par hundra miljoner kronor om året. Valutaregleringen lade betydande hinder i vägen för utländska portföljinvesteringar i Sverige, men det utländska intresset för svenska aktier och närstående värdepapper var också svagt. Som exempel kan nämnas att merparten av de emissioner av konvertibla skuldebrev som ett par svenska storföretag genomförde år 1978 på kort tid såldes tillbaka till svenska köpare.

Som framgår av tabell och diagram 6:22 nedan vände utvecklingen drastiskt vid 1980-talets början, varefter handeln stadigt ökade. Exporten tog särskild fart hösten 1982 och ökade snabbare än importen. Under åren 1981–1986 nettoexporterades svenska börsnoterade aktier till utlandet till ett sammanlagt värde av närmare 17 miljarder kronor.

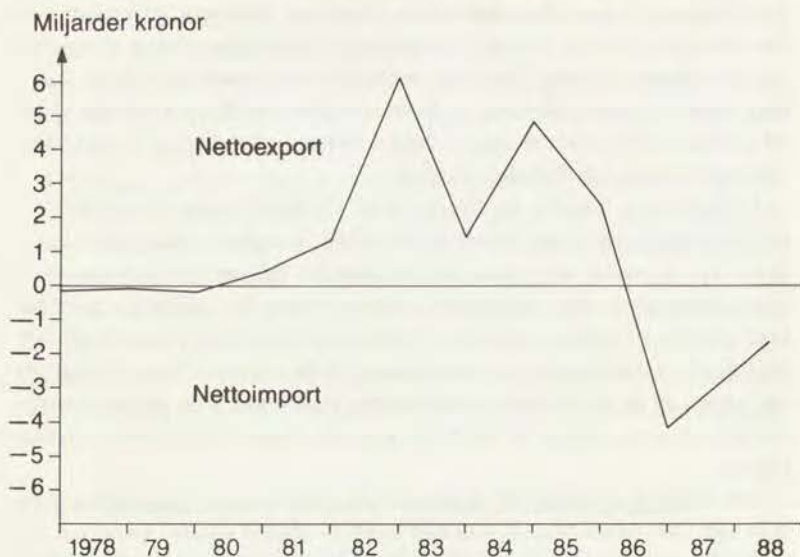
Under första hälften av år 1986 gjordes utländska nettoköp på den svenska aktiemarknaden för omkring 2 miljarder kronor och därutöver gjorde Electrolux en emission i Förenta staterna på 2,3 miljarder kronor. Vid mitten av år 1986 ägde emellertid ånyo ett omslag rum i den utländska handeln med svenska aktier och under det andra halvåret nettoimporterade Sverige svenska börsnoterade aktier från utlandet till ett värde av omkring 2 miljarder kronor. Denna utveckling fortsatte också under år 1987 och första halvåret 1988 då nettoimporten uppgick till 5,7 miljarder kronor samtidigt som utlandsemissionerna praktiskt taget upphörde.

Tabell 6:22 Export och import av svenska aktier under perioden 1978–juni 1988. Miljoner kronor, löpande priser.

År	Export	Import	Netto	Därav emission till utlandet
1978	59	209	-150	— ^a
1979	90	194	-104	— ^a
1980	220	400	-180	— ^a
1981	1 531	1 116	415	303
1982	2 704	1 335	1 369	128
1983	11 951	5 804	6 111	3 904
1984	5 958	4 471	1 487	406
1985	10 915	6 111	4 804	547
1986	18 764	16 416	2 348	2 366
1987	9 210	13 315	-4 105	42
1 jan–30 juni 1988	3 258	4 898	-1 640	0

^a Uppgifter om nyemissioner utomlands under perioden 1978–1980 föreligger ej.

Diagram 6:22 Export och import av svenska aktier under perioden 1965–juni 1988.



Möjligheten att analysera orsakerna till den ökade exporten av svenska börsnoterade aktier under 1980-talets första hälft begränsas starkt av att en stor del av de utländska ägarna är förvaltarregistrerade utomlands och därmed inte identifierbara. Detta omöjliggör exempelvis en kategoribesättning av ägarna. Förklaringar till exportökningen står att finna i faktorer hänförliga till dels de utländska ägarna, dels de svenska företagen. En grundläggande förutsättning för dessa faktorerers inverkan var dock valuta-regleringens liberalisering med avseende på utländska portföljinvesteringar i Sverige.

De utländska ägarnas ökade intresse för svenska aktier skall ses mot bakgrund av framför allt den allmänna likviditetsökning som ägde rum i världsekonomin under 1980-talets första hälft och som ökade placeringskapaciteten hos bl. a. företag och fonder av olika slag. Den internationellt sett mycket kraftiga kursuppgången på Stockholms fondbörs drog en del av dessa placeringar till den svenska aktiemarknaden. Därutöver torde en spridning av aktieinnehaven till flera länder, däribland Sverige, för många ägare ha inneburit en möjlighet att ytterligare reducera risken i aktieportföljen.

De ökade utländska förvärven av svenska börsnoterade aktier är emellertid också en följd av en medveten strävan från företagets sida, vilken tagit sig uttryck i dels ett betydande antal nyemissioner riktade till utlandet, dels introduktioner av svenska företags aktier på utländska marknader. Vad först gäller nyemissionerna framgår av tabell 6:22 ovan att den totala volymen utlandsemissioner under perioden 1981–1986 uppgick till 7,6 miljarder kronor, vilket motsvarade knappt hälften av den totala nettoexporten av aktier under samma period. Som framgår av tabell 6:23 nedan svarade

företagen Ericsson och Electrolux tillsammans för mer än hälften, eller 4 miljarder kronor, av dessa nyemissioner, medan resten var hänförliga till ett tiotal andra företag. Som påpekats upphörde dock utlandsemissionerna så gott som helt år 1987.

Tabell 6:23 Svenska börsföretags riktade emissioner av aktier till utlandet åren 1981–1987. Miljoner kronor, löpande priser.

År	Företag	Inbetalt belopp
1981	Fortia/Pharmacia	303
1982	Cardo	128
1983	Perstorp	102
	Alfa-Laval	273
	Ericsson	1 799
	Gambro	368
	Volvo	304
	Sonesson	205
	AGA	269
	Pharmacia	362
	LKB-produkter	190
	PLM	32
1984	Skåne-Gripen	36
	PLM	50
	Volvo	240
	Fermenta	80
1985	Fermenta	140
	Esab	112
	IDK Data AB	8
	Fermenta	210
	Bilspedition	77
1986	Electrolux	2 224
	Skåne-Gripen	108
1987	Ellos	42
Totalt		7 662

Källa: Stjernborg, S., Utrikeshandeln med svenska aktier, Kredit- och Valutaöversikt 1987:4, Sveriges riksbank.

Orsakerna till att emissioner genomförs utomlands varierar givetvis från företag till företag. Ett generellt motiv kan dock sägas vara att kapitalanskaffningskostnaden bedöms vara lägre på utländska marknader än på den svenska. Detta kan i sin tur vara en följd av bl. a. en lägre likviditet på den svenska marknaden.

Vidare har riktade utlandsemissioner ofta använts för att finansiera direktinvesteringar i utlandet. Fram till mars 1986 krävde valutaregleringen att sådana investeringar skulle finansieras utomlands och från våren 1983 godtogs nyemissioner av aktier i utlandet som finansieringskälla.

Som ytterligare en orsak kan framhållas att vissa svenska storföretag är så internationaliserade att en betydande del av deras produktion och försäljning sker utomlands. Således hade de tio företag som från år 1982

svarade för den största nettoexporten av aktier i genomsnitt 80 % av sin försäljning och en majoritet av de anställda i utlandet. Det kan för dessa företag av olika skäl vara önskvärt att till viss del finansiera verksamheten nära marknaden.

Nyemissioner utomlands har ofta förenats med introduktion av företagets aktier på en utländsk aktiemarknad. Sådana introduktioner har emellertid också genomförts med aktier ur den befintliga aktiestocken, utan samband med någon nyemission. En introduktion av detta slag medför givetvis inte något direkt kapitaltillskott till företaget, men väl publicitet och uppmärksamhet som kan gynna företagets ställning på såväl faktor- som avsättningsmarknaderna. Det är inte heller ovanligt att introduktioner på utländska aktiemarknader sker i syfte att förbereda nyemissioner riktade till placerare i dessa länder.

Som tidigare påpekats förekom det redan under 1920-talet handel med svenska börsnoterade aktier på utländska marknader, men handeln var begränsad till ett fåtal företag – Alfa-Laval, Electrolux, SKF och Swedish Match – och upphörde så gott som helt efter Kreuger-kraschen. Ett begränsat antal noteringar i utlandet ägde därefter rum under 1960- och 1970-talet, bl. a. av ASEA och Volvo i London samt Ericsson i London och New York. Under 1980-talets första hälft ökade antalet utlandsnoteringar kraftigt dels genom att aktier i fler företag noterades utomlands, dels genom att aktier i redan tidigare utlandsnoterade företag noterades på ytterligare utländska marknader. I dag bedrivs handel med aktier i drygt 20 svenska företag på ett tjugotal marknader i elva olika länder.

6.2.8.4 Utländska ägares innehav av svenska börsnoterade aktier

En stor del av den utlandsägda andelen i svenska storföretag torde kunna hänföras till utländska portföljplacerare, vilkas beteende ofta präglas av en betydande rörlighet. Den utlandsägda andelen i enskilda företag liksom av börsaktiestocken som helhet kan därför uppvisa en stor variation mellan olika år. Som inledningsvis påpekats steg den utlandsägda andelen av börsvärdet från 4 % år 1978 till 8 % år 1985. Därefter har andelen, enligt preliminära uppgifter från SCB, gått ned till 6 % år 1988. I tabell 6:24 nedan redovisas den utlandsägda andelen av aktiekapitalet och röstetalet i de 25 svenska börsföretag som hösten 1987 uppvisade de största utlandsägda andelarna, exkl. de företag i vilka majoriteten av aktiestocken var i utländsk ägo. Som framgår uppgick den utlandsägda andelen som mest till knappt 37 % av aktiekapitalet, vilket var fallet i företaget Ericsson. Den lägsta utlandsägda andelen, 3 %, hade företaget Stora. För 17 av de 25 företagen har uppgifter om den utlandsägda andelen också kunnat inhämtas för år 1979. En jämförelse mellan dessa uppgifter och uppgifterna för år 1987 ger vid handen att den utlandsägda andelen i flertalet av företagen ökade markant under perioden.¹⁴

¹⁴ I några av dessa företag var den utlandsägda andelen ännu högre år 1985. Någon samlad statistik för det året föreligger emellertid inte.

Tabell 6:24 Utlandsägd andel av aktiekapital och röstetal i de 25 svenska börsföretag som hösten 1987 hade störst utlandsägd andel av aktiekapitalet (exkl. företag i vilka utländska ägare innehade en majoritet av aktiekapitalet).

Företag	Andel av aktiekapital och röstetal				
	1979	1983	R	1987	R
	AK	AK		AK	
Ericsson*	11,8	38,4	0,6	36,7	0,5
Hennes & Mauritz*	13,5	— ^a	— ^a	29,1	13,2
Electrolux*	10,4	11,7	0,3	25,4	1,6
Atlas Copco*	3,9	3,6	3,5	24,0	24,0
SKF	10,7	5,5	0,7	22,3	0,5
Pharmacia*	— ^a	23,1	10,6	19,7	6,4
Astra	3,4	11,5	11,4	16,6	16,6
ASEA	4,1	2,8	2,8	12,3	3,3
Volvo	5,9	7,5	5,9	12,2	7,9
PLM	13,4	— ^a	— ^a	11,6	3,9
AGA	3,2	1,8	1,4	11,2	3,1
Gambro	— ^a	9,6	4,5	9,4	5,9
Perstorp	6,1	6,6	2,9	8,2	9,9
Esselte	— ^a	— ^a	— ^a	7,8	2,7
Boliden	— ^a	0,3	0,3	6,6	3,5
Skåne-Gripen	— ^a	— ^a	— ^a	6,6	2,7
Sandvik	1,6	5,1	0,9	6,5	1,2
Fermenta*	— ^a	— ^a	— ^a	5,9	2,9
Skandia	4,6	— ^a	— ^a	4,8	— ^a
Bilspedition	— ^a	— ^a	— ^a	4,7	1,9
Skandia International	— ^a	— ^a	— ^a	3,8	3,8
Alfa-Laval*	4,6	10,4	0,2	3,5	3,5
Skanska	5,8	— ^a	— ^a	3,4	2,3
SCA	3,3	1,6	0,8	3,4	1,2
Stora	2,3	— ^a	— ^a	2,6	2,6

^a Uppgift saknas.

* Företaget saknar utlånningsförbehåll i bolagsordningen. Pharmacia har emellertid ett förbehåll (40/28) som kan ändras endast efter regeringens tillstånd.

Källa: År 1979: Boman, R., Ägarstrukturen i börsföretagen, i SOU 1982:28. År 1983 och 1987: Värdepapperscentralen.

Av tabellen framgår vidare att majoriteten av företagen har utlånningsförbehåll i bolagsordningen, vilket innebär att den utlandsägda andelen inte tilläts överstiga 40 % av aktiekapitalet eller 20 % av röstetalet. Det framgår också att den utlandsägda andelen i dessa företag var väsentligt lägre än vad förbehållet medgav såväl med avseende på aktiekapital som röstetal. Samtidigt kan noteras att fem av de sex företag i vilka den utlandsägda andelen aktiekapitalet var störst, saknade utlånningsförbehåll. Inte heller i något av dessa företag uppgick den av utländska ägare innehavda andelen av aktiekapitalet till 40 % och endast i ett av företagen innehade utländska ägare mer än 20 % av röstetalet.

Den av utländska ägare innehavda andelen av röstetalet i företagen var genomgående väsentligt lägre än den utlandsägda andelen av aktiekapitalet, vilket förklaras av att de utländska innehaven i huvudsak utgörs av aktier med lågt röstvärde. Störst skillnad i detta avseende uppvisar företaget Ericsson i vilket utländska ägare bidragit med mer än en tredjedel av aktiekapitalet, men uppnått endast 0,5 % av röstetalet – ett förhållande som möjliggörs av att Ericsson har röstvärdesdifferensen 1:1 000 mellan röststarka och röstsvaga aktier. Likartade skillnader mellan den utlandsägda andelen av aktiekapitalet och röstetalet föreligger i Electrolux och SKF, vilka också har röstvärdesdifferensen 1:1 000 mellan olika aktieslag.

6.3 Koncentrationen i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur

De svenska storföretagens ägar- och inflytandestruktur har under den av utredningen studerade perioden koncentrerats. De största ägarna i de enskilda företagen innehar genomsnittligt sett allt större andelar av aktiekapitalet och röstetalet. Endast ett fåtal ägare i svenskt näringsliv är emellertid av sådan storlek att ett eller flera kontrollerande innehav av detta slag rymms inom vad som enligt portföljvalsteorin skulle anses vara en väldiversifierad portfölj. I många fall bär därför företagets större ägare en riskkostnad som genom en diversifiering av aktieportföljen skulle kunna reduceras. Under förutsättning att ägarna agerar i syfte att maximera avkastningen på sin egen förmögenhet med hänsyn till den risk som vidlåder aktieplaceringen innebär det att det måste finnas intäkter förenade med stora innehav i enskilda företag som överstiger värdet av en sådan riskreducering.

6.3.1 Värdet av kontroll

Om samtliga ägare i ett företag hade identiska preferenser och tillgång till samma information om företaget och dess omgivning skulle ägarna vara eniga i alla beslut som rör företaget, exempelvis vid val av företagets styrelse och därmed, indirekt, också av dess verkställande ledning. Det vore då teoretiskt möjligt att uppnå en jämvikt vid vilken det vid varje tidpunkt fastställda beslutet inte kunde ändras utan att åtminstone *en* ägare skulle anse det nya beslutet vara sämre än det gamla. I verkligheten föreligger emellertid inte denna situation. Ägarnas preferenser varierar med hänsyn till en lång rad faktorer och den vid varje tidpunkt befintliga informationen är ojämnt fördelad. Inför avgörande beslut i företaget kan det därför endast undantagsvis förväntas råda enighet mellan samtliga ägare.

Företagets vinstutsikter skapar hos ägarna incitament att insamla information om företaget och dess framtidsmöjligheter. Det ekonomiska värdet av sådan information kan realiserars genom att ägarna via bolagsstämman påverkar företagets verksamhetsinriktning, organisation etc. Är ägarna oeniga i dessa frågor kommer emellertid endast den ägare som innehar en så stor röstandel att han kan kontrollera beslutsfattandet vid stämman med säkerhet kunna realisera värdet av den insamlade informationen. Kon-

troll har därför ett ekonomiskt värde, vilket kommer till uttryck bl. a. i den premie som ofta betalas i samband med förvärv av aktier med högt röstvärde liksom vid förvärv av majoritetsposter och större block av aktier i ett enskilt företag.

Strävan efter att uppnå kontroll över beslutsfattandet är enligt utredningens mening av avgörande betydelse för uppkomsten av stora innehav i enskilda företag. Denna grundläggande drivkraft kan emellertid inte förklara varför koncentrationen förändras över tiden. Bakom en sådan utveckling ligger en rad faktorer, av vilka en del är förknippade med de förskjutningar som ägt rum i aktiestockens fördelning på ägarkategorier och som analyserats i föregående avsnitt, medan andra är avhängiga de enskilda företagens karakteristika. Inom framför allt den amerikanska ekonomiska forskningen har vissa försök gjorts att särskilja företagsspecifika faktorer som i sammanhanget skulle kunna vara av betydelse. Teorin på området är emellertid ännu förhållandevis outvecklad och endast i viss utsträckning tillämpbar på svenska förhållanden. Utredningen begränsar därför sitt intresse till den faktor som tidigast kom att förknippas med koncentrationsutvecklingen i enskilda företag och som sedermera tilldragit sig störst intresse i forskningen, nämligen företagets storlek.

Företagens storlek

En vanlig uppfattning är att en tilltagande företagsstorlek implicerar en avtagande koncentration i företagets ägarstruktur. Denna uppfattning fick ett starkt genomslag i den amerikanska ekonomiska litteraturen under 1930-talet då den också kopplades till hypotesen att ägarnas inflytande över ett företags verksamhet avtar då ägarkoncentrationen sjunker. Mot bakgrund av storföretagens snabba expansion förutspåddes inflytandet över företagen i en närmast lagbunden utveckling komma att frånhandlas ägarna och övergå till de anställda företagsledarna, vilkas intressen delvis ansågs strida mot ägarnas mål för företagets verksamhet.

Senare studier har emellertid hävdats att den vid varje tidpunkt rådande koncentrationsgraden i de enskilda företagen ägarstruktur måste ses som ett resultat av fortlöpande beslut från befintliga ägares sida att anskaffa riskkapital till lägsta möjliga kostnad. Resonemanget tar utgångspunkt i en situation med ett företag som har endast *en* ägare, vilken själv tillskjutit det för verksamhetens påbörjande erforderliga riskkapitalet. En förutsättning för att verksamheten i detta företag skall kunna expandera är att ytterligare kapital fortlöpande tillförs rörelsen. Bortsett från den av soliditetshänsyn begränsade möjligheten till lånefinansiering kan detta ske dels genom kvarhållande av vinstmedel som genereras i verksamheten, dels genom nyemissioner av aktier. Expanderar företaget så snabbt att internt genererade vinstmedel inte räcker till för att finansiera expansionen, är emellertid en nyemission av aktier företagets enda möjlighet att anskaffa riskkapital. I vilken utsträckning företaget annars använder sig av det ena eller andra alternativet bestäms av kostnaderna för kapitalanskaffningen. Beträktas

valet av finansieringsform i *företagets* perspektiv innebär det att om den ursprunglige ägarens förräntningskrav är högre än en potentiellt ny ägares krav, minimerar företaget sina kapitalkostnader genom att emittera aktier till nya ägare. Långsiktigt är dock företagets expansomöjlighet bestämd endast av de internt genererade medlen eftersom företagets värde kan anses utgöra nuvärdet av samtliga framtida utdelningar.

Valet av finansieringsform måste emellertid också betraktas i den *ursprungliga ägarens* perspektiv. Bortsett från likviditetsaspekten är det för denne inte någon skillnad mellan att tillskjuta nytt kapital vid en nyemission och att låta vinstmedel stå kvar i företaget. För honom är frågan om finansieringen av företagets expansion ett val mellan att själv tillskjuta det erforderliga kapitalet (genom kvarhållna vinstmedel eller nyemitterade aktier) och att låta nya ägare komma in i företaget. Avgörande för hur detta val utfaller är hur de olika finansieringsalternativen påverkar hans egen förmögenhet. I normalfallet kan därvid sägas gälla att värdet på ägarens förmögenhet maximeras om det alternativ väljes som för företaget ger den lägsta kapitalanskaffningskostnaden.

I valet mellan att själv tillskjuta kapital och att låta företaget emittera aktier till nya ägare, måste den ursprungliga ägaren emellertid också beakta värdet av att själv kunna kontrollera beslutsfattandet i företaget och de förändringar som därvidlag kan uppkomma till följd av nya ägares inträde. Så länge han själv är ensam ägare kan han också själv fatta beslut om företagets verksamhetsinriktning, produktionsnivå m. m. Finner han det nödvändigt att anställa en verkställande ledning i företaget, kan han själv utse denna.

Tillkommer det ytterligare ägare i företaget, har även dessa rätt att delta i beslutsfattandet och ägarna måste tillsammans fatta besluten i företaget. Då detta ytterst sker genom majoritetsbeslut vid bolagsstämman, kan den ursprunglige ägaren behålla kontrollen över verksamheten endast om han själv behåller röstmajoriteten i företaget. För det fall den ursprunglige ägaren efter nyemissionen inte kommer att inneha egen majoritet av rösterna medför emissionen en risk att han berövas möjligheten att själv fatta besluten i företaget. Ju större denna risk är och ju större värde ägaren tillmäter kontrollen, desto större kommer han anse uppostringen vara för en nyemission och desto mindre benägen kan han förväntas vara att genomföra den.

Huruvida den ursprunglige ägaren i ett växande företag väljer att själv tillmötesgå de i företaget uppkommande behoven av riskkapitaltillskott kan således inte i sig anses avhängigt storleken på företaget eller den efterfrågade kapitalandelens storlek. Den för ägaren avgörande frågeställningen är vilket handlingsätt som maximerar hans avkastningsintresse i företaget. I den mån den efterfrågade kapitalandelens storlek i det sammanhanget har någon betydelse, torde den relevanta faktorn snarast vara den andel av ägarens totala förmögenhet som innehavet representerar. Ju större denna andel är, desto större betydelse har företagets lönsamhetsutveckling för

ägarens förmögenhetssituation och desto större risk utsätter han sig för genom ytterligare kapitalinsatser i företaget.

Denna kvalificering av storleksargumentet innebär att ägarens benägenhet att — till följd av en växande företagsstorlek — tillskjuta ytterligare riskkapital, vid i övrigt oförändrade förhållanden, kan förväntas avta endast om hans förmögenhet inte växer eller växer långsammare än de i företaget uppkommande behoven av riskkapitaltillskott. Är det däremot så att ägaren fortlöpande tillförs medel i minst samma takt som företaget expanderar finns det inte något som talar för att hans andel skall minska då företaget växer. För exempelvis ett försäkringsföretag innebär detta att om det ackumulerade sparandet i företaget växer i minst samma takt som nyemissionerna i de företag i vilka försäkringsföretaget äger aktier, så kan försäkringsföretaget delta i dessa emissioner och behålla sina andelar i företagen utan att riskbilden behöver förändras.

Under det restriktiva antagandet att inte några andra faktorer påverkar hur stor andel av ett företags aktiestock som en ägare innehar, innebär detta att det för varje enskild ägare föreligger ett negativt samband mellan den *vid en viss tidpunkt* innehavda kapitalandelen och företagets storlek. Teoretiskt sett skulle detta kunna visas genom att storleken på samtliga börsaktieinnehav — för en viss ägare och vid en viss tidpunkt — relaterades till börsvärdet på företagen. I realiteten påverkas emellertid innehavens storlek också av en rad andra faktorer, varför ett sådant statistiskt samband endast undantagsvis torde framträda.

I litteraturen har det förespeglade sambandet mellan växande företagsstorlek och sjunkande ägarkoncentration ibland åskådliggjorts på det sättet att i ett och samma diagram exempelvis den största ägarens andel av aktiekapitalet i vart och ett av samtliga börsföretag relaterats till företagens börsvärde. Att på detta sätt försöka åskådliggöra ett för varje ägare specifikt dynamiskt förlopp med hjälp av tvärsnittsdata avseende en stor mängd ägare med avsevärt varierande förmögenheter framstår emellertid som en mindre användbar metod.

Som ovan påpekats visar utredningens kartläggning av ägarförhållandena i de svenska storföretagen att ägarkoncentrationen, genomsnittligt sett, *ökade* under den studerade perioden. Till övervägande del var detta en följd av en hög koncentration i de företag som under perioden tillkom i storföretagspopulationen, men även i de företag som bestod under hela perioden var koncentrationen, genomsnittligt sett, högre år 1985 än år 1978. I termer av exempelvis den största ägarens andel av aktiekapitalet och med beaktande av endast större förändringar — motsvarande minst en tiondel av den ursprungliga andelen — ökade koncentrationen i omkring hälften av de företag som bestod under hela perioden, medan den minskade i endast omkring en tredjedel av företagen. Parallellt med denna utveckling ägde en betydande expansion rum i företagen och deras börsvärde ökade avsevärt. Kartläggningen har också visat att denna koncentrationsökning är ännu mer uttalad i ett längre tidsperspektiv.

En utveckling av detta slag synes svår att förena med hypotesen att växande företagsstorlek implicerar avtagande ägarkoncentration i företagen. Kvalificeras hypotesen så att också förändringar i ägarnas förmögenhetsstorlek beaktas blir utvecklingen däremot väl förenlig med hypotesen. Kartläggningen visar nämligen att den ökade ägarkoncentrationen är nära förknippad med institutionaliseringen av företagens ägarstruktur. Koncentrationsuppgången under den av utredningen studerade perioden ägde i huvudsak rum genom att befintliga juridiska personer bland företagens stora ägare ökade sina andelar i företagen och i viss utsträckning genom att fysiska personer bland företagens stora ägare ersattes av juridiska personer. Med få undantag torde de i detta sammanhang aktuella juridiska personerna ha avsevärt större och snabbare växande förmögenheter än de fysiska personerna. Institutionaliseringens betydelse för koncentrationen i ägarstrukturen belyses också av en markant överrepresentation av fysiska personer som största ägare i de företag i vilka koncentrationen minskade under den studerade perioden.

Aktieslag med olika röstvärden

Vid en diskussion om koncentrationsutvecklingen i företag med växande storlek måste också uppmärksammas att kapital- och röstandelskoncentrationen till följd av förekomsten av aktieslag med olika röstvärden inte med nödvändighet utvecklas i samma riktning. Drygt tre fjärdedelar av de privatägda storföretag som återfanns på aktiemarknaden år 1985 hade aktieslag med olika röstvärden, som regel med röstvärdesskillnaden 1 till 10 men i några fall med skillnaden 1 till 1 000. Utredningen har också visat att bruket av röstvärdesskillnader tilltog under den studerade perioden.

I de företag som år 1985 hade aktieslag med olika röstvärden möjliggjorde röstvärdesdifferentieringen en betydande reduktion av den kapitalandel som krävdes för uppnående av en viss röstandel. Ett mått på i vilken utsträckning företagens ägare utnyttjat dessa möjligheter kan erhållas genom att den av varje ägare *innehavda* andelen av aktiekapitalet relateras till den *minsta* kapitalandel med vilken ägarens röstandel skulle kunna uppnås – givet den i företaget rådande röstvärdesskillnaden och den rådande proportionen mellan antalet aktier av respektive aktieslag. Den kvot som därvid framkommer anger i vilken utsträckning ägaren innehar en större andel av aktiekapitalet än vad som är nödvändigt för att uppnå den röstandel han har.

Om ägaren till fullo utnyttjat föreliggande möjligheter och innehar minsta nödvändiga kapitalandel i förhållande till sin röstandel, antar kvoten sitt lägsta värde, 1. Detta är fallet om ägaren innehar endast röststarka aktier, men också om han innehar samtliga röststarka aktier och därutöver även röstsvaga aktier. Ju större ägarens kapitalandel är i förhållande till den minsta möjliga andelen, desto högre värde antar kvoten. Innehar ägaren exempelvis 40 % av röstetalet och 20 % av aktiekapitalet trots att samma röstandel skulle kunna uppnås med 10 % av aktiekapitalet, blir kvoten 2.

Ägaren innehar då en kapitalandel som är dubbelt så stor som den minsta nödvändiga andelen.¹⁵

Beräknas denna kvot för den röstmässigt störste ägaren i de 81 privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden och hade aktieslag med olika röstvärden år 1985, framgår av tabell 6:26 att dessa ägare i stor utsträckning använde sig av befintliga möjligheter att minimera kapitalandelen i förhållande till röstandelen.

Tabell 6:26 Kapitalandelskvot för den röstandelsmässigt största ägaren i de privatägda svenska storföretag som återfanns på aktiemarknaden och hade utelöpande aktieslag med olika röstvärden år 1985. (81 företag)

Kapitalandelskvot	Antal företag
$x = 1,0$	41
$1,0 < x \leq 1,1$	5
$1,1 < x \leq 1,2$	5
$1,2 < x \leq 1,3$	6
$1,3 < x \leq 1,4$	1
$1,4 < x \leq 1,5$	1
$1,5 < x \leq 1,6$	2
$1,6 < x \leq 1,7$	2
$1,7 < x \leq 1,8$	2
$1,8 < x \leq 1,9$	4
$1,9 < x \leq 2,0$	1
$2,0 < x \leq 2,5$	2
$2,5 < x \leq 3,0$	4
$3,0 < x \leq 3,5$	1
$3,5 < x \leq 4,0$	1
$4,0 < x$	3
	81

I hälften av företagen innehade den största ägaren minsta nödvändiga kapitalandel i förhållande till den innehavda andelen av röstetalet. Vid en närmare granskning av dessa företag framgår att i 18 företag innehade ägaren endast röststarka aktier, medan ägaren i 23 företag innehade dels samtliga röststarka aktier, dels en viss andel röstsvaga aktier.

De 18 företag i vilka den största ägaren innehade endast röststarka aktier var genomsnittligt sett väsentligt större än resterande företag. Tillsammans hade dessa ett börsvärde på 49 miljarder kronor, medan börsvärdet på resterande 23 företag uppgick till knappt 20 miljarder kronor (varav företaget Fermenta svarade för 8 miljarder kronor). Det kan också konstateras att så gott som samtliga 23 företag i vilka den största ägaren innehade dels samtliga röststarka aktier, dels en viss mängd röstsvaga aktier, var förhållandevis nya på aktiemarknaden och att den största ägaren som regel var företagets grundare. I flertalet av dessa företag fanns en möjlighet för

¹⁵ Kvotens maximala värde bestäms av röstvärdesskillnaden mellan aktieslagen. Vid röstvärdesskillnaden 1 till 10 är det maximala värdet 10 och vid skillnaden 1 till 1 000 är det 1 000.

ägaren i fråga att vid en framtida expansion i företaget sänka sin kapitalandel med i stort sett bibehållen röstandel.

Sammantaget kan uppgifterna sägas indikera att systemet med röstvärdesdifferenser är ett betydelsefullt instrument i strävan efter att uppnå och behålla kontrollen i företagen. I ett expanderande företag som behöver tillskott av riskkapital, innebär möjligheten att emittera röstsvaga aktier att detta kapital kan anskaffas utan att inflytandestrukturen i företaget nämnvärt förändras. En kontrollerande ägare kan på detta sätt behålla kontrollen även om han inte själv deltar i nyemissionen eller tillskjuter kapital i mindre omfattning än vad som svarar mot hans ursprungliga andel i företaget. Ett tydligt tecken på detta är den rika förekomsten av emissioner av röstsvaga aktier i samband med att aktier i familjekontrollerande företag introduceras vid Stockholms fondbörs. Det finns också flera exempel på företag i vilka kapitalandelskoncentrationen minskade under den studerade perioden, medan röstandelskoncentrationen var oförändrad eller ökade.

6.4 Sammanfattning

De förändringar som under den av utredningen studerade perioden ägde rum i de svenska storföretagens ägar- och inflytandestruktur kan i vissa avseenden sägas vara avhängiga varandra eller ses som olika aspekter av ett och samma fenomen. Utredningen har inriktat orsaksanalysen mot i första hand de förskjutningar som under perioden ägde rum i aktiestockens fördelning på ägarkategorier, men analysen innefattar också en kortfattad diskussion om graden av koncentration i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur.

Den svenska börsaktiestocken har under efterkrigstiden i allt större utsträckning kommit att innehas av juridiska personer. Antalet fysiska personer som är aktieägare är har visserligen flerfaldigats, men deras sammanlagda andel av börsvärdet minskar fortlöpande och var vid 1980-talets mitt endast omkring en tredjedel så stor som trettio år tidigare. Denna grundläggande förskjutning från individuellt till institutionellt ägande bör betraktas i ljuset av å ena sidan storföretagens expansion och behov av riskkapital och å andra sidan den förskjutning i sparande och uppbyggnad av finansiella tillgångar som ägt rum i ekonomin, från hushåll till institutioner.

Börsaktiestocken domineras värdemässigt av ett begränsat antal företag, av vilka flertalet ursprungligen hade en tydlig ägarmässig anknytning till en eller ett par familjer. I samband med fortlöpande behov av riskkapitaltillskott har många av dessa familjer funnit det nödvändigt att låta andra teckna aktier i företagen. De ursprungliga ägarnas andel av aktiestocken har därigenom successivt minskat och detsamma har gällt röstandelen i den mån denna inte behållits med hjälp av röststarka aktier.

En aktiv fördelningspolitik från statsmakternas sida har samtidigt medverkat till att utvecklingen endast i begränsad utsträckning motverkats av

nya fysiska personers inträde i företagens krets av större ägare. En allt större del av aktiestocken har i stället kommit att innehåas av institutioner för vilka framför allt de skattemässiga betingelserna för ackumulering av kapital och placeringar i aktier varit mer gynnsamma än för fysiska personer. Vissa av dessa institutioner har också utvecklats till betydande kontrollägare i företagen, medan andra i första hand fördelat sina innehav på mindre poster i ett stort antal företag.

De fysiska personernas direktägda andel av börsvärdet sjönk mellan år 1978 och år 1985 från drygt en tredjedel till omkring en fjärdedel. Dessutom ägde inbördes förskjutningar rum mellan olika kategorier institutionella ägare. Det angreppssätt som utredningen använt för att analysera dessa förskjutningar innebär i korthet att varje ägarkategoris innehav av börsaktier vid en viss tidpunkt betraktats som resultatet av kontinuerliga val mellan olika investeringsalternativ och att orsakerna till de inträffade förskjutningarna söktes i faktorer som påverkat utfallet av dessa val. Betydande vikt har tillmätts de allmänna betingelserna för olika ägarkategoriernas ackumulering av kapital, förväntad avkastning och risk på olika investeringsalternativ samt legala restriktioner som vidlåder olika kategoriernas investeringsmöjligheter.

Vad först gäller den fortsatta tillbakagången för den av fysiska personer direktägda andelen av aktiestocken, kan konstateras att *hushållssektorns* totala investeringar i det närmaste halverades mellan år 1978 och år 1985, vilket sammanföll med såväl ett kraftigt minskat bruttosparande som en minskad upplåning. Det låga bruttosparandet var i sin tur nära förknippat med en sänkt disponibel inkomst, men också med en viss konsumtionsökning under periodens senare del. Den sjunkande investeringsnivån innebar en relativt sett större tillbakagång för reala än för finansiella investeringar, men även de senare sjönk.

Hushållen nettoinvesterade varje år under perioden i bankinlåning, obligationer och fondandelar, men nettosålde börsnoterade aktier. Denna utveckling kan till viss del ses som ett resultat av de möjligheter till skattemässigt mer gynnsamma, indirekta, placeringar som under perioden uppkom i form av aktespar- och allemansfonder. Det är emellertid också nödvändigt att beakta den inverkan som den mycket kraftiga värdestegringen på aktier i förhållande till andra finansiella tillgångsslag hade på sammansättningen av hushållens totala innehav av finansiella tillgångar. Medan aktier genomsnittligt sett hade ett närmare fem gånger högre värde vid periodens slut än vid dess början, var värdestegringen på övriga finansiella tillgångsslag i det närmaste försumbar. Trots nettoförsäljningarna ökade därför börsaktiernas andel av hushållssektorns finansiella tillgångar från drygt 8 % till närmare 15 %. Med hänsyn till det väsentligt större risktagande som en investering i aktier representerar i förhållande till övriga nämnda tillgångsslag kan hushållssektorns nettoförsäljning av aktier under perioden därför till viss del också tolkas som en omvandling till andra och mindre riskfyllda tillgångsslag liksom till konsumtion.

Det skall dock understrykas att hushållssektorn är en mycket heterogen grupp ägare och att långt ifrån alla fysiska personer nettosålde aktier under perioden. Tvärtom fanns det också fysiska personer som under perioden förvärvade stora andelar i enskilda företag och uppnådde ett betydande inflytande i näringslivet.

Rishtagandet vid investeringar i aktier kan väsentligt reduceras genom en fördelning av innehavet på aktier i flera företag. En sådan riskspridning kan också uppnås genom förvärv av andelar i en aktiefond eller aktier i ett investmentföretag.

Aktiefonder av traditionellt slag har aldrig haft någon större utbredning i det svenska näringslivet. Vid ingången av perioden 1978–1985 motsvarade deras aktieinnehav endast omkring 1 % av börsvärdet. År 1978 infördes emellertid möjligheter till skattesubventionerat sparande i *aktiesparfonder*, vilket med tiden markant ökade såväl antalet andelsägare som fondernas innehav av börsaktier. Denna utvecklingen påskyndades då skattefondsparandet ersattes av en möjlighet till sparande i *allemanfonder* våren 1984. Sammantaget medförde införandet av skattesubventioner att fondernas andel av börsaktiestocken i det närmaste fyrdubblades under perioden och vid utgången av år 1985 uppgick till knappt 6 % av börsvärdet.

Fondernas innehav utgörs som regel av mycket begränsade poster i ett stort antal företag, vilket till viss del är en följd av att varje fond enligt lag får inneha högst 5 % av röstetalet i ett enskilt företag. Trots den markant ökade andelen av börsvärdet saknar därför dessa fonder nämnvärt inflytande i de enskilda företagen.

Investmentföretag har i likhet med aktiefonder till uppgift att äga och förvalta aktier i andra företag. I ett inflytandeperspektiv är emellertid investmentföretag väsentligt mer betydelsefulla dels av det skälet att de själva ofta har kontrollerande ägare, dels för att de ofta förekommer som stora ägare i enskilda företag. Investmentföretagen innehar också en väsentligt större andel av den totala börsaktiestocken än fonderna.

Under perioden 1978–1985 nettoköpte investmentföretagen börsnoterade aktier i en omfattning som något översteg fondbörsens expansion och ökade därigenom något sin andel av börsvärdet. Börsnoterade investment- och förvaltningsföretag innehade vid periodens slut aktier till ett värde motsvarande omkring 16 % av det totala börsvärdet, medan investment- och förvaltningsföretag utanför börslistan innehade omkring 3 % av börsvärdet. Investmentföretagens nettoköp finansierades emellertid i betydande utsträckning genom upptagande av lån. Bruttosparandet i investmentföretagssektorn var totalt sett negativt och med enstaka undantag genomförde företagen inte några nyemissioner på marknaden. Det senare torde i sin tur delvis vara en följd av gällande regler för beskattning av investmentföretagens realisationsvinster vid aktieförsäljningar, vilka kan anses bidra till att kursen på investmentföretagens aktier är lägre än vad som motsvaras av värdet på deras egna aktieinnehav.

Några legala restriktioner med avseende på den andel av aktiekapital eller röstetal som ett investmentföretag får förvärva i ett enskilt företag

föreligger inte och flera investmentföretag är av strategisk betydelse för enskilda ägares inflytande i stora delar av det svenska näringslivet.

I Sverige liksom i många andra länder kanaliseras allt större mängder kapital via individuella och kollektiva försäkringar till *försäkringsföretag*, vilka utvecklats till mycket stora aktörer på kapitalmarknaden. I likhet med aktiefonder och investmentföretag kan försäkringsföretagen betraktas som finansiella intermediärer.

Försäkringsföretagens intäkter i form av premieinkomster och direktavkastning mer än fördubblades under perioden 1978–1985, vilket skapade utrymme för en ökning av deras totala investeringar. Legala restriktioner medför dock att placeringarna endast till mindre del sker i riskfyllda objekt, exempelvis aktier. Nettoinvesteringarna i börsnoterade aktier varierade kraftigt mellan olika år, men var totalt sett positiva under perioden. Sammantaget motsvarade de emellertid inte helt börsaktiestockens expansion under perioden, vilket medförde att försäkringsföretagens andel av börsvärdet var något lägre vid periodens slut än vid dess början, 11 % jämfört med 13 %.

Försäkringsföretagens aktieplaceringar påverkas av det förbud som i försäkringsrörelselagen uppställs mot innehav motsvarande mer än 5 % av röstetalet i ett enskilt företag. Aktieinnehaven utgörs mot denna bakgrund i allt väsentligt av röstandelsmässigt begränsade poster i ett stort antal företag.

Det svenska näringslivet har under efterkrigstiden, genom politiskt fattade beslut, tillförts två nya intermediära ägarkategorier, nämligen *fjärde AP-fonden* som inrättades år 1974 och *löntagarfonderna* som började sin verksamhet tio år senare. Fjärde AP-fonden och löntagarfonderna skiljer sig i flera viktiga avseenden från övriga ägarkategorier. En väsentlig skillnad är att de för investeringar tillgängliga medlen i fonderna i grunden beviljas av riksdagen och att fondernas storlek således är direkt avhängig politiska beslut. Statsmakterna beslutar också om fondernas organisation och placeringssinriktning.

Fjärde AP-fonden använde under perioden 1978–1985 omkring 900 miljoner kronor för nettoinvesteringar i aktier och andra värdepapper. Av dessa avsåg emellertid mindre än hälften börsnoterade aktier, vilket medförde att fondens börsaktieinnehav ökade endast något snabbare än den totala börsaktiestocken och att fondens andel av börsvärdet var i stort sett densamma vid periodens slut som vid dess början, drygt 2 %. Löntagarfonderna var verksamma under två år av den period utredningen studerat och deras andel av börsvärdet var vid utgången av år 1985 knappt 1 %.

Fjärde AP-fondens möjligheter att förvärva börsaktier i enskilda företag är begränsad till 10 % av röstetalet och var och en av löntagarfonderna fick under den studerade perioden, i form av börsaktier, inneha högst 8 % av röstetalet i ett enskilt företag. Såväl fjärde AP-fondens som löntagarfondernas börsaktieinnehav utgörs mot denna bakgrund i allt väsentligt av begränsade andelar i en större mängd företag. I samband med riksdagens

beslut våren 1988 att inrätta en femte AP-fond, sänktes gränsen för lönta garfondernas andel till 6 % av röstetalet.

Den i ett inflytandeperspektiv mest markanta förskjutningen i börsaktie-stockens fördelning på ägarkategorier är emellertid inte hänförlig till de finansiella intermediärerna utan till *icke-finansiella företag*, vilka i allt större utsträckning kommit att ta över fysiska personers roll som kontrollerande ägare i enskilda företag.

De totala investeringarna i företagssektorn steg under hela perioden 1978–1985, huvudsakligen som en följd av ett markant ökat bruttosparande. Investeringsuppgången omfattade såväl reala som finansiella investeringar, men var väsentligt mer markerad för de sistnämnda, vilket skall ses i ljuset av bl. a. den betydande förskjutning som vid mitten av 1970-talet ägde rum i den relativa avkastningen på materiellt och finansiellt kapital. I takt med kapitalmarknadens avreglering och framväxten av en fungerande penningmarknad kom företagens finansiella investeringar också i större utsträckning än tidigare att avse andra placeringar än traditionell bankinlåning och rörelseanknutna fordringar, exempelvis aktier.

Utredningens kartläggning visar att börsnoterade icke-finansiella företag år 1985 innehade börsaktier motsvarande drygt 9 % av det totala börsvärdet, vilket var en mer än dubbelt så stor andel som år 1978. Merparten av de icke-finansiella börsföretagens innehav av börsaktier var hänförligt till ett fåtal företags innehav av stora och från inflytandesynpunkt betydelsefulla andelar i andra företag. Den största ägaren i sammanhanget, byggföretaget Skanska, innehade ensamt börsaktier till ett värde av drygt 5 miljarder kronor, fördelat på ett tjugotal poster.

Icke-finansiella företag är inte skattskyldiga för utdelningsinkomster på aktieinnehav motsvarande minst 25 % av röstetalet i ett annat företag. Utredningen har i enlighet med sina direktiv analyserat vilken betydelse denna s.k. tjugofemprocentsregel haft för de icke-finansiella företagens aktieförvärv. Utredningen menar att regeln inte ger incitament att förvärva aktieposter motsvarande 25 % eller mer av röstetalet i ett enskilt företag. Det ökade risktagande som ofta följer med ett så stort innehav i ett enskilt företag torde endast undantagsvis uppvägas av skattefrihet på utdelningarna. Däremot kan tjugofemprocentsregeln på marginalen ge incitament att öka ett förestående förvärv eller tidigare innehav från strax under till strax över 25 %.

På motsvarande sätt har utredningen uppmärksammat valutaregleringens betydelse för de icke-finansiella företagens aktieförvärv och ökade andel av börsvärdet. Utredningen anser det sannolikt att valutaregleringens förbud mot utgående portföljinvesteringar bidrog till vissa större företags portföljplaceringar på den svenska aktiemarknaden under den studerade perioden, men finner det osannolikt att förbudet hade mer än en marginell betydelse för företagens ökade andel av börsvärdet. Den senare förskjutningen är i allt väsentligt en följd av stora placeringar i enskilda företag, vilka inte kan anses vara substitut till portföljinvesteringar utomlands.

Den svenska aktiemarknaden utmärktes under den studerade perioden

av en tilltagande internationalisering. Handeln med aktier över nationsgränserna blev allt mer omfattande och allt fler svenska aktier noterades på utländska fondbörser. I börsföretagen återspeglas denna utveckling i en fördubbling av den av *utländska ägare* innehavda andelen av aktiestocken, från omkring 4 % år 1978 till omkring 8 % år 1985.

Sverige var fram till 1980-talets början nettoimportör av svenska börsnoterade aktier, vilket delvis förklaras av valutaregleringens hinder för utländska portföljinvesteringar i Sverige, men också av ett svagt utländskt intresse för svenska aktier. Från år 1981 vände denna utveckling och under perioden 1981–1986 nettoexporterades svenska börsnoterade aktier till utlandet för närmare 17 miljarder kronor. Ett nytt omslag skedde dock under andra halvåret 1986, varefter Sverige åter nettoimporterat svenska aktier från utlandet. Som en följd därav har den utlandsägda andelen åter minskat och uppgick år 1988, enligt preliminära uppgifter, till 6 %

Enligt utredningens mening var nettoexporten av svenska aktier under 1980-talets första hälft en följd av faktorer hänförliga till dels de utländska ägarna, dels de svenska företagen. Den allmänna likviditetsökningen i världsekonomin ökade placeringskapaciteten hos en rad utländska företag och fonder och den internationellt sett kraftiga kursuppgången på Stockholms fondbörs drog en del av dessa placeringar till den svenska aktiemarknaden. De ökade utländska förvärven av svenska börsaktier var dock också en följd av ett betydande antal nyemissioner riktade till utlandet och introduktioner av svenska företags aktier på utländska marknader. En grundläggande förutsättning för utvecklingen i detta avseende var den under perioden genomförda liberaliseringen av valutaregleringens bestämmelser rörande utländska portföljinvesteringar i Sverige.

Vid en sammanfattande bedömning menar utredningen att förskjutningen från individuellt till institutionellt aktieäggande, liksom förskjutningarna mellan olika typer av institutionella ägare, i betydande utsträckning kan förklaras av skillnader i de allmänna betingelserna för olika ägarkategoriernas ackumulering av kapital samt de villkor som gäller för placering av detta kapital i olika tillgångsslag. I vissa fall har dessutom statsmakterna främjat uppkomsten och tillväxten av helt nya institutionella ägare i näringslivet. Det gäller exempelvis fjärde AP-fonden och löntagarfonderna, vilka genom politiska beslut garanterats ett visst kapitaltillflöde och ålagts att placera detta huvudsakligen i aktier. Vad gäller villkoren för placeringar i olika tillgångsslag torde särskild vikt kunna tillmätas de skillnader som i beskattningshänseende föreligger mellan olika ägarkategorier. Kapitalvinster behandlas i flera fall gynnsammare än utdelningar och annan direktavkastning, hushållssparande i aktier beskattas hårdare än sparande som kanaliseras via försäkringsföretag eller olika typer av fonder, kapitalvinster som uppkommer i investmentföretag beskattas hårdare än om de uppkommer i aktiefonder etc. Skattereglerna medför att avkastningen på ett och samma investeringsalternativ kan variera mellan olika ägarkategorier och att valet mellan olika alternativ därför kan skilja sig åt mellan kategorierna.

För utredningens uppdrag att studera effekter av förändringar i näringslivets ägar- och inflytandestruktur är av särskilt intresse att flera av de ägarkategorier för vilka betingelserna för ackumulering av kapital och villkoren för placeringar i aktier kan anses gynnsamma, av statsmakterna begränsats i möjligheten att förvärva större andelar av aktiestocken i enskilda företag. Begränsningar i detta avseende har ålagts aktie-, aktiespar- och allemansfonder, försäkringsföretag, fjärde AP-fonden, den nyligen inrättade femte AP-fonden samt löntagarfonderna. I praktiken kan begränsningar också anses föreligga för utländska ägare. En ökande andel av börsaktiestocken har på detta sätt kommit att innehas av ägarkategorier som i praktiken saknar möjligheter att uppnå ett kontrollerande inflytande i företagen.

7 Effekter av förändringar i företagens ägar- och inflytandestruktur

7.1 Inledning

Den svenska ekonomins produktions- och sysselsättningsstruktur har under 1900-talet väsentligt förändrats. Den vid seklets början dominerande näringsgrenen jord- och skogsbruk har dramatiskt minskat i betydelse, medan tjänsteproduktionen, framför allt inom offentlig sektor, kommit att spela en allt större roll i ekonomin. Industrisektorn präglades av en omfattande strukturomvandling under mellankrigstiden, men har även under senare decennier genomgått betydande förändringar. Som exempel på branscher där strukturförändringarna under senare årtionden varit särskilt påtagliga brukar nämnas teko-, varvs- och stålindustrin.

Strukturomvandlingen i näringslivet är emellertid inte endast att förknippa med långtgående och uppmärksammade förändringar av hela näringsgrenar och branscher. Bakom en på den aggregerade nivån stabil situation döljer sig ofta en omfattande omvandling inom olika delbranscher och i de enskilda företagen vad avser produktionsteknik, produktsortiment, produktinnehåll, marknadsinriktning m. m. Förmågan att på det sättet fortlöpande förändra produktionen inom olika delar och på olika nivåer av näringslivet har utgjort en grundläggande förutsättning för tillväxten i den svenska ekonomin och ett underlättande av strukturomvandlingen har varit ett centralt inslag i den ekonomiska politiken under hela efterkrigstiden.

Näringslivets förmåga till flexibilitet och förnyelse inför framtiden är också det genomgående temat i den tredje och sista delen av utredningens uppdrag, i vilken frågan reses om vilken betydelse de av utredningen identifierade förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen haft för effektiviteten i enskilda företag, för näringslivets kapitalförsörjning och för fördelningen av kapital mellan olika företag och branscher. Med en tydlig koppling till behovet av flexibilitet och förnyelse åligger det utredningen att särskilt beakta om förändringarna givit upphov till inlåsnings effekter som kan hämma en snabb överföring av kapital från stagnerande till expanderande branscher eller företag.

En vedertagen och sammanhållen modell för att analysera ägar- och inflytandestrukturens betydelse för näringslivets effektivitet och förnyelseförmåga existerar inte. Ägarstrukturfrågor är ett relativt nytt område inom ekonomisk forskning och teorin på området har i flera avseenden karaktär

av preliminära hypoteser. Det har dessutom visat sig vara förenat med betydande metodproblem att empiriskt testa hypoteserna.

Utredningen har företagit en utförlig genomgång av de teoretiska och empiriska studier som gjorts inom området och kan anses vara relevanta för utredningens uppdrag. Studiernas resultat sammanfattas i avsnitt 7.2. Därefter redovisar utredningen i avsnitt 7.3 sin principiella syn på drivkrafterna bakom näringslivets utveckling och den roll som i det sammanhanget kan anses tillkomma företagens ägare. Med utgångspunkt i den bild som därvid framträder och i ljuset av de refererade studierna avslutas kapitlet i avsnitt 7.4 med utredningens bedömningar av i vilken riktning de kartlagda förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen påverkat ägarnas möjligheter att fullgöra denna roll.

7.2 Studier rörande ägande och effektivitet

Avsaknaden av en sammanhållen teori för analys av sambandet mellan ägande och effektivitet har inte hindrat att en rad partiella studier gjorts rörande enskilda aspekter av ägar- och inflytandestrukturen som bedömts vara av betydelse för företagets effektivitet. Några av dessa studier är rent teoretiska, medan andra kompletterats med empiriska undersökningar. En mycket stor del av studierna tar utgångspunkt i data avseende amerikanska storföretag och den amerikanska aktiemarknaden, men det finns också vissa studier rörande europeiska och svenska förhållanden.

Med anknytning till dispositionen av utredningens kartläggning i kapitel 4 redovisas i föreliggande avsnitt huvudresultaten i tidigare studier rörande koncentrationen i ägar- och inflytandestrukturen (7.2.1), aktiestockens fördelning på ägarkategorier (7.2.2) samt kontrollägarskiften i företagen (7.2.3).

7.2.1 Studier rörande koncentration

Den aspekt av företagets ägar- och inflytandestruktur som tidigast sattes i samband med effektiviteten i produktionen var graden av koncentration. En tilltagande ägarspridning i de amerikanska storföretagen under 1900-talets första årtionden föranledde en rad studier rörande möjligheten för en företagsledning att avvika från ägarnas vinstmaximeringsmål. Det problem som dessa studier i grunden behandlar har senare kommit att benämnas *principal-agent problemet*.

I varje situation där någon handlar på uppdrag av någon annan föreligger en *principal-agent relation*. Uppdragsgivaren är *principal* och uppdragstagaren benämns *agent*. Under förutsättning att båda parter strävar efter att maximera sin egen nytta, föreligger en viss sannolikhet för att agents handlande inte kommer att överensstämma med principals intentioner.

För att reducera den förlustrisk som principalen därigenom löper kan denne i kontraktet med agenten detaljreglera förhållandet dem emellan.

Kostnaderna för att utforma ett sådant kontrakt blir emellertid betydande och i realiteten kan kontraktet aldrig ges en sådan utformning att det reglerar varje framtida situation. Principalen väljer därför som regel ett mindre fullständigt kontrakt förenat med en möjlighet att övervaka agentens handlande. En sådan övervakning rymmer emellertid två grundläggande problem.

För det första är inte alla aspekter av agentens handlande observerbara – principalen kan exempelvis aldrig avläsa huruvida agenten gör sitt yttersta för att tillvarata hans intressen. För det andra kan det observerbara utfallet av agentens handlande vara påverkat även av andra faktorer, vilket gör det svårt att urskilja agentens betydelse. Mot denna bakgrund uppstår för principalen en kostnad också för att övervaka agentens handlande.

Kostnaderna för att utforma kontraktet och övervaka dess efterlevnad utgör grunden i det som brukar kallas agentkostnad i en principal-agent relation. Principalen kommer att specificera kontraktet och vidta övervakningsåtgärder till den gräns där kostnaderna för ytterligare arrangemang överstiger värdet av den riskreducering han därmed uppnår.

I studier som behandlar ägar- och inflytandekoncentrationens betydelse för effektiviteten i företagets produktion betraktas som regel relationen mellan företagets aktieägare och den anställda företagsledningen som en principal-agent relation, där ledningens uppgift är att uppfylla det av ägarna uppställda målet för verksamheten. Därvid uttrycks ofta uppfattningen att aktieägarnas övervakning av ledningens agerande avtar om aktierna sprids på allt fler ägare med begränsade innehav – en separation antas ske mellan ägande och kontroll.

I en av de tidigaste och mest inflytelserika studierna i denna tradition hävdas att kontrollen över de amerikanska storföretagen vid 1920-talets slut övergått från ägare till företagsledningar, vilka själva sällan ägde aktier i de företag där de var anställda.¹ Studiens utgångspunkt är att ägarnas möjlighet att bevaka företagsledningens handlande bestäms av röstinflytandets fördelning vid bolagsstämman och att ett företag kontrolleras av sina ägare endast om *någon enskild ägare* faktiskt kan utse en majoritet av dess styrelseledamöter. Med en på förhand fastställd gräns för storleken på det aktieinnehav som i denna mening konstituerar kontroll – mer än 5 % av röstetalet för företagets samtliga aktier – visar studien att närmare hälften av de 200 största amerikanska företagen saknade kontrollerande ägare. Dessa företag betecknades som "företagsledningskontrollerade". Liknande studier utförda under 1960- och 1970-talet har redovisat likartade resultat.²

¹ Berle, A och Means, G., *The modern corporation and private property*, New York, 1933.

² Se exempelvis Larner, R., *Management control and the large corporation*, Dunellen, New York, 1970 och Palmer, J., *The profit performance effect of the separation of ownership from control in large U.S. industrial corporations*, *Bell Journal of Economics and Management Science*, Spring 1973.

Förekomsten av agentkostnader kan sägas skapa utrymme för en anställd företagsledning att agera på ett sätt som strider mot aktieägarnas intresse. Att ledningen systematiskt skulle bete sig på ett sådant sätt förutsätter emellertid att den har en från ägarna avvikande målfunktion. Huruvida så är fallet diskuterades i ett flertal studier framför allt under 1960-talet. Flera av dessa bekräftar att en målkonflikt ofta föreligger och att företagsledningen i sitt handlande åsidosätter avkastningsintresset till förmån för bl. a. omsättning, företagstillväxt och riskreduktion.³

Flera forskare har tagit fasta på grundtankarna i dessa studier och empiriskt försökt undersöka huruvida det för effektiviteten i företagets produktion har någon betydelse om företagen har ägare som via bolagsstämma och styrelse kontrollerar företagsledningen eller om företagen är "företagsledningskontrollerade". Studiernas utformning varierar något, men har flera gemensamma drag. Typiskt sett är den oberoende variabeln en relativt schematisk klassificering av företagen i ägarkontrollerade respektive företagsledningskontrollerade företag. Till denna knyts en beroende variabel, ofta i form av lönsamhet, men i vissa fall även tillväxt och risktagande. Resultaten av studierna är motstridiga och svårtolkade.

Studierna har också i flera avseenden utsatts för kritik. En del av kritiken tar sikte på utformningen av den oberoende variabeln. Vissa författare hävdar därvid att en uppdelning i företagsledningskontrollerade respektive ägarkontrollerade företag är en alltför grov indelningsgrund, medan andra hävdar att klassificeringen visserligen är adekvat men genomförs på ett sätt som resulterat i en systematisk underskattning av andelen ägarkontrollerade företag. I sammanhanget har också påpekats att aktieinnehav hänförliga till mellanhandsägare behandlats på olika sätt i olika studier. Vissa studier inkluderar mellanhandsägare som tänkbara utövare av ägarkontroll, andra studier exkluderar dem från den möjligheten om mellanhandsägarna i sin tur saknar kontrollerande ägare och åter andra exkluderar alltid mellanhandsägare oberoende av deras egen ägarstruktur.

En annan del av kritiken avser bestämningen av begreppet kontroll. Studierna utgår från att kontroll kan mätas i termer av röstandelar för en viss ägare. Kritiker har emellertid hävdat att kontroll alltid måste uttryckas i termer av sannolikhet för en viss ägare att kunna genomdriva ett beslut vid en bolagsstämma och att den sannolikheten inte uteslutande bestäms av den andel av röstetalet som ägaren själv innehar utan också av den övriga ägarstrukturens utseende. Detta resonemang har presenterats i avsnitt 4.3.1.5 ovan.

Även när det gäller den beroende variabeln, effektivitet, har invändningar framförts mot de utförda studierna, men den delen av kritiken skall här inte närmare behandlas.

I linje med de amerikanska studierna har en undersökning nyligen utförts avseende ägarkoncentration och effektivitet även i svenska börsföretag.⁴ I

³ Marris, R., *The Economic Theory of Managerial Capitalism*, London 1964.

⁴ Bjuggren, P.-O., *Ownership and efficiency in companies listed on Stockholm Stock Exchange 1985*, SNS Occasional paper, No 7, Stockholm, 1988.

denna används som oberoende variabel koncentrationsgraden i företagens inflytandestruktur, definierad på ett sätt som anknyter till de av utredningen använda definitionerna i kapitel 4. Till denna knyts två olika beroende variabler. Det är dels en s.k. värderingskvot, dels avkastningen på eget kapital. Värderingskvoten definieras som relationen mellan företagets börsvärde och nettotillgångarnas bokförda värde. Därutöver används en modifierad värderingskvot i vilken nämnaren istället utgörs av nettotillgångarnas återanskaffningsvärde. Avkastningen beräknas som resultat före bokslutsdispositioner och skatt i relation till nettotillgångarnas bokförda värde. Studien visar ett statistiskt signifikant positivt samband mellan graden av koncentration i inflytandestrukturen och samtliga tre använda effektivitetsvariabler. Enligt utredningens mening finns det emellertid skäl att tolka även dessa resultat med stor försiktighet och i avvaktan på ytterligare studier alltjämt anse att ett positivt samband mellan ägar- eller inflytandekoncentration och effektivitet inte är definitivt belagt.

7.2.2 Studier rörande ägarkategorier

Den koncentrationsökning som präglar storföretagens ägar- och inflytandestruktur i Sverige och i många andra länder kan delvis ses i ljuset av den kategorimässiga förskjutningen från enskilt till institutionellt ägande. Trots att denna institutionaliseringsprocess sedan länge varit känd har den inte alls i samma utsträckning som koncentrationsutvecklingen varit föremål för teoretiska eller empiriska studier avseende dess betydelse för företagens effektivitet.

En studie som med utgångspunkt i svenska förhållanden på ett systematiskt sätt skilt mellan olika typer av institutionella ägare och försökt relatera deras agerande till företagens effektivitet presenterades dock av SNS år 1985.⁵ I undersökningen klassificeras de 100 största aktieäggande institutionerna i aktiefonder, investmentföretag, försäkringsföretag etc. På basis av en enkätundersökning karakteriseras därefter de olika institutionerna med utgångspunkt i deras utnyttjande av de med aktieinnehaven förknippade möjligheterna att påverka företagets verksamhet, dvs. att rösta vid bolagsstämman och att handla med företagens aktier. Ägare som till övervägande del utnyttjar möjligheten att påverka företagens skötsel via bolagsstämma, styrelse eller direktkontakter med ledningen säges ha en hög voice-benägenhet, medan ägare som i första hand reagerar genom att avyttra sina aktier har en hög exit-benägenhet.

I studien hävdas att de institutionella ägarna tenderar att specialisera sig på antingen portföljförvaltning med exitbeteende eller vad som benämns aktivt strategiskt ägarskap med voice-beteende. Försäkringsföretag, pensionsfonder och aktiesparfonder anförs som de tydligaste exemplen på den förstnämnda kategorin, medan vissa investmentföretag, vissa familjeanknutna stiftelser och en del icke-finansiella företag anförs som exempel på

⁵ Hedlund, G. m. fl., *Institutioner som aktieägare*, SNS, Stockholm, 1985.

ägare som tillhör den sistnämnda kategorin. I undersökningen görs inte några empiriska mätningar av olika ägarkategoriernas betydelse för företagens effektivitet. Däremot redovisas vissa slutsatser och rekommendationer som i sammanhanget är av intresse.

Författarna menar att specialiseringstendensen hos de institutionella ägarna ger ägarna möjlighet att utveckla sin kompetens och leder till en fruktbar konkurrens mellan ägarna, vilket anses gynna företagens effektivitet. Företagens behov av såväl "exit" som "voice" anses kunna tillgodoses genom en blandning av olika ägartyper och en "ideal" ägarstruktur i ett "genomsnittsföretag" på börslistan innehåller enligt författarna "sannolikt minst en stark lojal ägare som agerar med – och mot – företagsledningen och ett antal medelsförvaltande institutioner och en stor mängd småsparare och ett visst utlandsägan".

Författarna konstaterar vidare att olika typer av företag, liksom ett och samma företag i olika utvecklingsstadier, behöver olika ägarstrukturer. De menar i korthet, att ägarstrukturen i ett växande företag bör genomgå en utveckling "från övervägande voice till övervägande exit" och att olika institutioner har olika betydelse i olika stadier av denna utveckling. Det är därför, "mycket viktigt att förändringar av ägarstrukturer inte förhindras".

På utredningens initiativ har en begränsad empirisk studie nyligen genomförts avseende sambandet mellan ägarkategorier och företagens effektivitet.⁶ Studien omfattar samtliga icke-finansiella företag med aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs år 1985. Som oberoende variabel används den röstandelsmässigt största ägarens kategoritillhörighet och som beroende variabel dels en värderingskvot som uttrycker relationen mellan företagets börsvärde och nettotillgångarnas bokförda värde, dels avkastningen på eget kapital. Studiens ännu mycket preliminära resultat understryker de betydande metodproblem som gör sig gällande vid denna typ av mätningar och ger inte underlag för en bedömning av olika hypoteser på området.

En särskild aspekt av ägarstrukturens institutionalisering som rönt viss uppmärksamhet i debatten är ägarnas placeringshorisont. Med avseende på i första amerikanska och brittiska pensions- och aktiefonder har från olika håll hävdats att en institutionalisering leder till en alltför kortsiktig utvärdering av företagens investeringsprojekt. Detta påstående har i ett par undersökningar prövats på amerikanska och brittiska förhållanden, men har då inte bekräftats.⁷

⁶ Bjuggren, P.-O., Ägarkategori och effektivitet i svenska börsnoterade företag 1985, opublicerat arbetspapper, oktober 1988.

⁷ The office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission, Institutional ownership, tender offers and long term investments, April 1985 och Management of UK equity portfolios, Bank of England Quarterly Bulletin, Nummer 2, Vol 27, 1987.

7.2.3 Studier rörande kontrollägarskiften

Den typ av koncentrations- och kategoristudier som ovan redovisats avser ägar- och inflytandestrukturens utseende vid ett visst tillfälle. Studierna söker, allmänt uttryckt, fastställa sambandet mellan en viss ägarstruktur och effektiviteten i produktionen. En annan typ av studier, som under senare år haft en framträdande plats i den ekonomiska forskningen, fokuserar på vikten av att kunna *förändra* företagets ägar- och inflytandestruktur. De utgår från att det bland ekonomins aktörer kan råda oenighet om företagets värde, främst till följd av att informationen om bästa alternativa användning av företagets resurser är ojämnt fördelad mellan aktörerna. Aktiemarknadens uppgift anses därvid vara att möjliggöra ett ägarskifte som överför den yttersta bestämmanderätten över företagets tillgångar till den som värderar dem högst. Aktiemarknaden betraktas som en marknad för företagskontroll och antas spela en viktig roll för effektiviteten i företagets resursutnyttjande. Huruvida kontrollägarskiften i realiteten leder till ökad effektivitet i enskilda företag och i näringslivet som helhet har emellertid livligt diskuterats.

Det vanligaste tillvägagångssättet för att empiriskt fastställa effekterna av kontrollägarskiften i aktiemarknadsföretag är att utnyttja aktieprisdata i samband med offentliga uppköpserbjudanden. Utgångspunkten är därvid att all tillgänglig information om ett företag återspeglas i priset på dess aktier, vilket således antas motsvara det förväntade diskonterade värdet av företagets framtida utdelningar. Det innebär bl. a. att när information om exempelvis en organisatorisk förändring som ökar företagets effektivitet i termer av avkastningsförmåga når marknaden, stiger priset på företagets aktier omedelbart.

Med ett sådant synsätt anses värdet av de effektivitetsvinster som ett kontrollägarskifte förväntas ge upphov till kunna avläsas i det pris köparen är beredd att betala för kontrollen. Om aktiens pris såväl före som efter uppköpserbjudandet på ett riktigt sätt speglar det diskonterade värdet av företagets framtida utdelningar motsvaras effektivitetsförbättringarna i värde-termer av skillnaden i aktiernas värde före och efter budets offentliggörande.⁸

Aktiemarknadens betydelse för övervakningen av resursutnyttjandet i företagen behöver emellertid inte vara begränsad till situationer då ett uppköpserbjudande föreligger eller ett förvärv verkligen kommer till stånd. Redan förekomsten av en marknad för kontroll och möjligheten för någon utomstående att förvärva kontrollen över ett företag antas ha en positiv inverkan på effektiviteten.

⁸ Empiriskt mäts kursreaktionen i samband med ett uppköpserbjudande eller annan liknande händelse i regel som skillnaden mellan aktiens faktiska värdeförändring under en viss period och dess förväntade utveckling under samma period. Den förväntade utvecklingen beräknas med kännedom om aktiens historiska samvariation med exempelvis marknadsindex.

Ett företagsförvärv kan ske i olika former. Det vanligaste tillvägagångssättet är att köparen efter direkta förhandlingar med företagets ägare och ledning förvärvar företagets hela aktiestock. Vid köp av icke börsnoterade företag med en mycket begränsad ägarkrets torde detta vara den helt dominerande förvärvsformen. Är företagets aktier däremot spridda på ett stort antal ägare är det i praktiken inte möjligt att föra direkta förhandlingar med samtliga ägare. Förvärvet sker då i stället genom ett offentligt uppköpserbjudande, vilket innebär att köparen genom pressmeddelanden, annonser, prospekt etc. vänder sig direkt till marknaden med sitt erbjudande. Den fortsatta framställningen utgår främst från den senare typen av förvärv, emedan dessa på ett direkt sätt knyter an till teorin om aktiemarknaden som en marknad för företagskontroll.

För att erhålla det önskade antalet aktier i samband med ett uppköpserbjudande måste köparen i regel betala en viss överkurs, premie, i förhållande till rådande börskurs. En sammanställning av sju studier av företagsförvärv i Förenta staterna avseende olika perioder mellan år 1956 och år 1981 visar att kursen på de köpta företagets aktier i genomsnitt steg med 30 % i samband med framgångsrika offentliga uppköpserbjudanden.⁹ En studie utförd av den federala övervakningsmyndigheten SEC avseende 225 uppköpserbjudanden under perioden 1981–1984 ger vid handen att det formella budet till målföretagens ägare översteg aktiekursen en månad före budet med i genomsnitt 53 %.¹⁰

Trots att dessa studier baseras på delvis olika mätmetoder ger de entydigt vid handen att de köpta företagets aktieägare erhåller betydande och omedelbara premier i samband med kontrollägarskiftet genom offentliga bud.

För en analys av kontrollägarskiftets betydelse för näringslivet i dess helhet är det emellertid nödvändigt att bedöma den aggregerade nettoeffekten av förvärven. De flesta företagsförvärv medför nämligen en reallokering av resurser, från ägarna i ett företag till ägarna i ett annat företag. Förvärv av sådant slag innebär dels att resurser överförs från de köpande företagets ägare till de köpta företagets ägare, dels att de ekonomiska rättigheterna och förvaltningsrättigheterna i de köpta företagen överförs till de köpande företagen. En sådan omfördelning av resurser är ett nödvändigt inslag i en väl fungerande strukturomvandling, men kan anses motiverad endast under förutsättning att dess nettoeffekt är positiv.

Om aktiemarknaden fungerar på det sätt som ovan beskrivits lämnar uppköpen ett positivt bidrag till näringslivets effektivitet endast i de fall nettoeffekten av kursreaktionerna för båda företagets aktier är positiv. Den empiriska forskningen har i det avseendet inte kommit till lika entydiga resultat som i fråga om effekten på de köpta företagets aktier.

⁹ Jensen, M.C. och Ruback, R.C., The market for corporate control – the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol 11, 1983.

¹⁰ The Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission, The Economics of any-or-all, partial, and two-tier tender offers, April 1985.

Den ovan nämnda sammanställningen av studier avseende uppköpserbjudanden på den amerikanska aktiemarknaden under perioden 1956–1981 visar att kursen på de köpande företagens aktier steg med i genomsnitt 4 % i de fall köparen erhöll det önskade antalet aktier. Kursvinsterna var således procentuellt betydligt lägre än vad som var fallet för aktierna i de köpta företagen. Författarnas slutsats är dock att den omfördelning av resurser som uppstår vid företagsförvärv genom offentliga bud, i regel leder till en positiv nettoeffekt för de inblandade företagen.

Trots att det inom den ekonomiska forskningen råder en tämligen bred enighet om att aktiens marknadspris speglar företagets framtida avkastningsförmåga råder delade meningar i fråga om den hastighet och precision med vilken sådan information slår igenom, exempelvis i samband med ett uppköpserbjudande. Mot denna bakgrund har vissa forskare betonat vikten av att aktiernas kursutveckling studeras under en längre mätperiod.

Mätperiodens betydelse ägnas särskild uppmärksamhet i en studie avseende 78 företagsförvärv i Förenta staterna under perioden 1976–1981.¹¹ Undersökningens resultat ger vid handen att den premie som de köpta företagens ägare erhöll i genomsnitt uppgick till 81 % av priset på de köpta företagens aktier före uppköpet. Vidare visar undersökningen att kursutvecklingen på de köpande företagens aktier inte påverkades märkbart av förvärvet under månaden närmast efter det att uppköpserbjudandet offentliggjorts. Nettoeffekten av uppköpen var således, för en sådan mätperiod, positiv och värdemässigt i stort sett identisk med den premie som betalats till de köpta företagens ägare. Resultaten pekar emellertid på en sämre kursutveckling på de köpande företagens aktier om mätningen utsträcks till att avse en längre tidsperiod. Under året närmast efter förvärvet blev avkastningen på de köpande företagens aktier i genomsnitt 11 % lägre än vad som kunde förväntas med ledning av aktieprisets utveckling tre år före uppköpserbjudandet, under det andra året 9 % lägre och under det tredje året 18 % lägre. Sammantaget kan studiens resultat sägas ge mindre utrymme för hypotesen att företagsförvärv har en positiv nettoeffekt än de flesta andra studier på området. I en replik från forskare som haft möjlighet att utnyttja undersökningens grunddata för en alternativ statistisk bearbetning hävdas emellertid att nedgången i de köpande företagens avkastningsförmåga efter förvärven var statistiskt insignifikant och endast en tredjedel så stor som resultaten av de ursprungliga mätningarna indikerade.¹²

Inte någon av de studier som refererats ovan har uttryckligen tagit sikte på att beräkna den aggregerade nettoeffektens värdemässiga storlek. En

¹¹ Magenheimer, E.B. och Mueller, D.C., Are acquiring-firm shareholders better off after an acquisition? i *Knights, Raiders and Targets*, Red. Coffee m. fl., Oxford University Press, New York, 1988.

¹² Bradley, M och Jarell, G.A., Comment, i *Knights, Raiders and Targets*, Red. Coffee m. fl., Oxford University Press, New York 1988.

sådan undersökning av den sammanlagda effekten på såväl de köpande som de köpta företagens aktiepriser har emellertid nyligen presenterats.¹³ Undersökningen omfattar 236 offentliga uppköpserbjudanden i Förenta staterna under perioden 1963–1984 och bygger på parvisa mätningar av hur aktierna i köpande och köpta företag värdemässigt utvecklades. Vidare granskas i undersökningen hur värdeförändringarna i samband med förvärven fördelades mellan aktieägarna i de köpta och de köpande företagen samt huruvida denna fördelning försköts under perioden.

Undersökningens resultat visar att nettoeffekten var positiv i tre fjärdedelar av de 236 uppköpen och att den sammanlagda avkastningsökningen på de köpta och de köpande företagens aktier i genomsnitt uppgick till 7,4 %. Vidare gjordes en indelning i tre olika mätperioder, nämligen 1963–1968, 1969–1980 och 1981–1984. Vare sig i fråga om andelen uppköp med positiv nettoeffekt eller i fråga om den genomsnittliga procentuella avkastningsökningen visade sig någon skillnad föreligga mellan de olika perioderna.

Vad avser värdeförändringarnas fördelning mellan aktieägarna i de köpande respektive köpta företagen visar undersökningen att aktieägarna i de köpta företagen i så gott som samtliga 236 förvärv erhöll en signifikant avkastningsökning på sina aktier i samband med uppköpserbjudandet. Den genomsnittliga avkastningsökningen jämfört med en period om 300 dagar före uppköpserbjudandet uppgick till 32 %. Det framgår också att avkastningsökningen på de köpta företagens aktier var nästan dubbelt så stor under perioden 1981–1984 som under perioden 1963–1968. Aktieägarna i de köpande företagen erhöll enligt undersökningen en avkastningsökning i samband med närmare hälften av uppköpen. Genomsnittligt var effekten signifikant positiv och uppgick till knappt 1 %. Även för dessa ägare förelåg dock betydande skillnader mellan den första och den sista av de tre tidsperioderna. Medan de i genomsnitt erhöll en avkastningsökning på drygt 4 % under perioden 1963–1968 *sjönk* avkastningen med närmare 3 % i samband med de företagsköp som ägde rum under perioden 1981–1984.

Sammantaget visar undersökningen, enligt författarna, att de offentliga uppköpserbjudanden som framlades under perioden 1963–1985 totalt sett innebar en mer effektiv allokering av resurser mellan olika företag. Vinsterna från denna omfördelning tillföll främst aktieägarna i de köpta företagen, vilka dessutom under perioden erhöll en allt större andel av de vinster som uppköpen genererade.

Det faktum att det faktiskt förekommer företagsförvärv som ger upphov till en negativ förväntad resultatutveckling i de köpande företagen har föranlett diskussioner om vilka drivkrafter som ligger bakom förvärven. I praktiken torde en rad olika och ibland motstridiga hänsyn vara avgörande för beslut om företagsköp och det är inte möjligt att ange någon generell

¹³ Bradley, M., Desai, A. och Kim, E.H., Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms, Manuskript för publicering i *Journal of Financial Economics*, Vol. 20.

förklaring till samtliga förvärv. Diskussionen, som främst kretsar kring de icke-finansiella företagens förvärv av andra företag, har givit en rad olika exempel på bakomliggande faktorer. Bland dessa kan nämnas skalfördelar, synergieffekter, riskspridning, avregleringar av olika slag samt strävan efter marknadsdominans.

För en övergripande analys av de bakomliggande motivens betydelse för resursallokeringen är det emellertid inte avgörande att analysera varje enskilt motiv. En mer ändamålsenlig indelning är att skilja mellan förvärv som kan antas förenliga med värdemaximering av det köpande företags aktiestock och förvärv som motiveras av andra hänsyn.

Som en viktig förklaring till att det kan förekomma andra bevekelsegrunder för företagsköp än maximering av det köpande företags värde har anförts den målkonflikt som ofta existerar mellan företags ägare och den anställda företagsledningen. Ägare och företagsledning kan ha skilda målsättningar i en rad avseenden och förekomsten av agentkostnader, i enlighet med vad som beskrivits i avsnitt 7.2.1 ovan, anses ge företagsledningen möjlighet att handla i strid mot ägarnas intresse. Ett i flera studier uppmärksammat förhållande är att företagsledningen ofta har incitament att låta företaget växa utöver sin värdemaximerande storlek eftersom såväl ekonomisk ersättning som inflytande och social status ofta är kopplad till företagets absoluta storlek.

Bristen på överensstämmelse i fråga om målet för företagets verksamhet kan ta sig olika uttryck och en viktig potentiell källa till konflikt anses vara utnyttjandet av företagets disponibla vinstmedel.¹⁴ Om företaget saknar investeringsalternativ med ett från aktieägarnas synpunkt positivt nuvärde är det i deras intresse att dessa medel vidareutdelas och inte investeras eller på annat sätt förbrukas inom företaget. En sådan vidareutdelning minskar emellertid värdet av de tillgångar företagsledningen har att förvalta och därigenom också ledningens inflytande. Det innebär i många fall också att sannolikheten ökar för att framtida kapitalanskaffning måste ske på den öppna marknaden, där ledningens investeringsplaner i regel utsätts för en hårdare prövning än vad som är fallet vid internfinansierade projekt.

Ett sätt för företagsledningen att främja det egna målet att leda en stor organisation anses vara att utnyttja företagets disponibla vinstmedel för företagsuppköp och på så sätt åstadkomma en snabb tillväxt av företaget. Ett sådant agerande står i överensstämmelse med ägarnas intresse endast i de fall investeringen från deras utgångspunkt har ett positivt nuvärde. Om företagsförvärvet inte uppvisar ett positivt nuvärde kan förvärvet inte förväntas öka effektiviteten utan medför i bästa fall endast en omfördelning av resurser mellan olika aktieägare. I andra fall kan det innebära att beslutanderätten över ett tidigare effektivt företag överförs till beslutsfattare som saknar insikter om verksamhetens förutsättningar och har mindre

¹⁴ Jensen, M.C., The takeover controversy: Analysis and evidence, Harvard University reprint series, 1986.

starka incitament än de tidigare ägarna att utnyttja företagets resurser effektivt.

Mot denna bakgrund har hypotesen framförts att sannolikheten för att företagsuppköp leder till bättre resursallokering och ökad effektivitet minskar om de genomförs av företag där den anställda ledningen har ett avgörande inflytande över företagets disponibla vinstmedel och möjlighet att handla i strid mot ägarnas intressen. Speciell uppmärksamhet har därvid ägnats företag i s.k. mogna branscher med höga vinster och begränsade investeringsbehov.

Försvarsåtgärder

Huruvida befintliga ägare i ett företag accepterar ett framlagt uppköps-erbjudande och därmed avhänder sig inflytandet över företaget eller väljer att behålla sina aktier grundas på ett frivilligt ställningstagande. Om tillräckligt många ägare, enskilt eller genom gemensamt handlande, finner skäl att avvisa erbjudandet kommer inte något kontrollägarskifte till stånd. Genomförs kontrollägarskiftet och motiveras det av att den nya kontrollägaren avser att förändra företagets verksamhet medför det ofta en spänning mellan den nya ägaren och den sittande ledningen i företaget. Den yttersta men likväl mycket vanliga lösningen på denna konflikt är att den nya ägaren låter tillsätta en ny ledning. Den befintliga ledningens intresse av att bevara sin position i företaget kan därför tänkas påverka inställningen till ett uppköpserbjudande som ägarna erhåller. Det ligger därför nära till hands att ledningen försöker uppnå kontroll över de faktorer som möjliggör och bestämmer kostnaderna för en ny ägares inträde i företaget.

I Förenta staterna förekommer i dag en rik flora av åtgärder från företagsledningarnas sida i syfte att avvärja potentiella och befintliga uppköps-erbjudanden. En åtskillnad brukar ofta göras mellan preventiva försvarsåtgärder som vidtas för att undvika framtida uppköp och akuta åtgärder som vidtas då ett uppköpserbjudande redan föreligger. Till de förebyggande åtgärderna brukar hänföras exempelvis olika slag av nyemissioner som syftar till att skapa en lojal ägarkrets med låg säljbenägenhet vid ett eventuellt uppköpserbjudande. Röstvärdesskillnader och rösträttsbegränsningar är andra exempel på åtgärder som på ett tidigt stadium kan vidtagas i syfte att minska sannolikheten för framtida uppköpserbjudanden. Har företaget redan blivit föremål för ett uppköpserbjudande är åtgärdsarsenalen mer begränsad än vid preventiva aktioner. Som exempel på åtgärder som då kommit att vidtagas kan nämnas att företaget till någon annan säljer de delar av verksamheten som kan antas vara särskilt attraktiva för den som framlagt uppköpserbjudandet. Listan på försvarsåtgärder kan göras lång och nya metoder tillkommer ständigt.

Att en anställd företagsledning själv förfogar över försvarsåtgärder som fördyrar eller omöjliggör ett kontrollägarskifte anses av många ekonomer leda till att incitamentet bland aktörerna i ekonomin att samla information om hur företagens resurser bäst kan användas avtar och riskerar att helt försvinna.

Även dessa aspekter på marknaden för företagskontroll har varit föremål för studier inom den ekonomiska forskningen. Särskilt intresse har därvid ägnats den anställda företagsledningens möjligheter att vidta försvarsåtgärder utan att först inhämta aktieägarnas samtycke. Ett exempel på en sådan åtgärd är att ledningen, till betydande överkurs, låter företaget genomföra ett riktat återköp av företagets egna aktier från stora enskilda ägare som har ambitionen att själva utöva en aktiv ägarfunktion i företaget eller avser att överlåta aktierna till någon annan.

En undersökning som genomförts av SEC visar på en betydande och statistiskt signifikant negativ kursutveckling i samband med att företag i Förenta staterna köpte tillbaka större aktieposter från enskilda ägare.¹⁵ Undersökningen som omfattar 89 fall av riktade återköp under perioden 1979–1983 ger stöd för hypotesen att dessa ofta sker i strid mot de kvarvarande aktieägarnas intresse och i syfte att stärka den sittande företagsledningens ställning. Den negativa kursreaktionen kan ha flera orsaker. Den kanske mest uppenbara är att återköpet sker med företagets egna medel och kostnaden för detta belastar de kvarvarande ägarna. Dessutom innebär återköpet att en av företagets större aktieägare kommer att försvinna, vilket kan vara en signal om att en förestående rekonstruktion av företaget inte kommer till stånd eller att ett tänkt uppköpserbjudande inte realiserar.

Återköp av egna aktier är inte tillåtna i Sverige och generellt sett torde bruket av försvarsåtgärder vara mindre omfattande i Sverige än i Förenta staterna. Det finns emellertid även i de svenska företagens ägarstruktur fenomen som kan utnyttjas i motsvarande syfte. Det gäller exempelvis *indirekta* förvärv och innehav av egna aktier i form av ömsesidigt och cirkulärt ägande.

7.3 Utredningens principiella utgångspunkt

De teoretiska och empiriska studier rörande koncentrationsgrad och kategorifördelning som redovisats ovan ger inte något entydigt stöd för att en viss ägar- och inflytandestruktur generellt är till större gagn för företagens effektivitet än varje annan struktur. Resultaten är motstridiga och ofta svårtolkade. Den bakomliggande teorin är i vissa avseenden outvecklad och betydande metodproblem gör sig gällande vid studiernas genomförande.

Enligt utredningens mening är det inte möjligt att på basis av sådana studier generellt ange vilken betydelse den fortsatta institutionaliseringen eller den ökade koncentrationen i de svenska storföretagens ägar- och

¹⁵ The Office of the Chief Economist, Securities and Exchange Commission, The impact of targeted share repurchases (greenmail) on stock prices, September 1984.

inflytandestruktur haft för företagens effektivitet och förnyelseförmåga. Vid varje tidpunkt uppvisar näringslivet en rik flora av företag i olika utvecklingsstadier och med olika verksamhetsinriktning. Ett rimligt antagande är att denna variation kräver flexibilitet även i ägarstrukturen. Ett visst stöd för detta antagande ger de studier som behandlat sambandet mellan kontrollägarskiftet och effektivitet, men även dessa måste tolkas och appliceras på svenska förhållanden med största försiktighet.

De sammanfattande slutsatser som utredningen i föreliggande avsnitt redovisar tar därför utgångspunkt i en mer principiell föreställning om drivkrafterna bakom näringslivets utveckling och den roll som i det sammanhanget kan anses tillkomma företagens ägare.

Vid varje tidpunkt finns i ekonomin en begränsad mängd resurser. När dessa tas i anspråk är det yttersta syftet att producera varor och tjänster som svarar mot efterfrågan. Knappheten på resurser medför emellertid att det inte är möjligt att producera allt som omfattas av individernas behov och önskningar. Det föreligger därmed ett gemensamt intresse av att utnyttja resurserna så effektivt som möjligt.

Vad som vid varje tidpunkt är ett effektivt resursutnyttjande är avhängigt de mål som formulerats för den ekonomiska aktiviteten. På ett övergripande plan kan dessa mål innefatta exempelvis god miljö, regional balans och ett nationellt oberoende. En samhällsekonomisk bedömning av resursutnyttjandet måste därför omfatta även sådana aspekter som inte kan analyseras inom ramen för en marknadslösning. Den politiska processen innebär en ständig avvägning mellan olika mål och önskningar och dess uppgift är bl. a. att formulera de regler inom vilka ekonomins aktörer har att verka. För näringslivets del har sådana regler formulerats rörande exempelvis arbetsmiljö och konkurrensförhållanden. Utredningen utgår i det följande från att en sådan institutionell ram, ämnad att garantera ett samhällsekonomiskt tillfredsställande resultat, föreligger och begränsar diskussionen till effektiviteten i näringslivets resursutnyttjande.

Ett effektivt resursutnyttjande i näringslivet förutsätter dels att resurserna utnyttjas så väl som möjligt i den användning de vid varje tillfälle har, dels att resurserna allokeras till de produktionsenheter som producerar i enlighet med efterfrågan. I den ekonomiska forskningen har i huvudsak diskuterats vilka villkor som måste vara uppfyllda för att ett effektivt resursutnyttjande i denna mening skall komma till stånd. Den mest fullständiga och enhetliga uppsättning villkor som i det avseendet existerar är förknippad med den s. k. allmänna jämviktsmodellen. Den är ett analytiskt begrepp – inte en beskrivning av verkligheten – som erbjuder möjlighet att analysera dels vissa samband i ekonomin, dels förändringar i förutsättningarna för ekonomins funktionssätt. Under förutsättning att samtliga aktörer besitter fullständig information om sin omgivning, att inte några marknadsimperfectioner föreligger och att en rad andra villkor i modellen är uppfyllda samt under vissa antaganden om aktörernas beteende säges ekonomin befinna sig i jämvikt och dess resurser vara så effektivt utnyttjade som möjligt.

Den allmänna jämviktsmodellen är ofta väl lämpad för analys av resursutnyttjandet vid varje enskilt tillfälle. I utredningens direktiv betraktas emellertid effektiviteten i ett dynamiskt perspektiv, där näringslivets förmåga till tillväxt och förnyelse sätts i centrum och ses som en del av de övergripande välfärdsmålen i samhället.

Inom den ekonomiska teorin har modeller utvecklats för att analysera även dynamiska förlopp. Dessa erbjuder visserligen inte en lika tydlig uppsättning kriterier för utvärdering av effektiviteten som jämviktsmodellen, men ger likväl möjlighet att identifiera grundläggande faktorer av betydelse för den ekonomiska utvecklingen. Ett centralt tema i de dynamiska modeller som uttryckligen beaktar enskilda aktörers betydelse för den ekonomiska utvecklingen är att dessa aktörer ständigt strävar efter konkurrensfördelar, vilket bl. a. kommer till uttryck i tekniska och organisatoriska innovationer av olika slag. I betydande utsträckning genereras dessa innovationer inom ramen för befintliga företags verksamhet genom att teknisk kompetens överförs till nya områden, produkter används för nya ändamål etc., men näringslivets förnyelse är också ett resultat av att nya företag startas och att existerande företag struktureras om och får en ny verksamhetsinriktning.

Förändringar mot nya tekniska och organisatoriska lösningar äger rum på såväl den nationella som internationella marknaden. Nya varor, nya produktionsmetoder och nya organisationsformer framkommer trots att sökandet efter dem är förknippat med kostnader och osäkert utfall. I ett ekonomiskt teoretiskt perspektiv kan detta sökande efter nya marknadsmöjligheter och effektivare produktionsmetoder betraktas som produktion av kunskap. För att säkerställa ett på kort sikt optimalt resursutnyttjande borde all information om sådana lösningar omedelbart göras tillgänglig för samtliga aktörer i ekonomin. Ett sådant förfarande skulle emellertid samtidigt medföra att incitamenten för enskilda aktörer att söka ny kunskap försvagades och att förnyelseprocessen riskerade att avstanna.

En enskild aktör i ekonomin kan förväntas samla information och bygga upp ny kunskap endast under förutsättning att det också är möjligt för honom att tillägna sig kunskapens ekonomiska värde. Förutsättningar för detta föreligger om han kan hindra exempelvis en ny produktidé från att omedelbart spridas. I syfte att främja ett ständigt sökande efter ny kunskap kan samhället etablera regler i form av patent, mönsterskydd och annan upphovsrättslig lagstiftning som ger temporär ensamrätt till exempelvis nya tekniska lösningar. Resultat från forsknings- och utvecklingsarbete kan då ge upphov till nischer för den som är framgångsrik i sökprocessen och i en sådan nisch kan ett företag erhålla tillfälliga monopolvinster i kraft av att det erbjuder en produkt eller en process som ingen annan kan erbjuda till samma pris och samma kvalitet. Om verksamheten i den uppnådda nischen visar sig lönsam och det i övrigt inte existerar några etableringshinder kommer emellertid nya företag att söka sig till samma område och den uppnådda konkurrensfördelen på lång sikt att avta – ett förlopp som torde

vara särskilt märkbart i en ekonomi som karakteriseras av stor öppenhet gentemot omvärlden.

Med detta dynamiska synsätt pågår i ekonomin en ständig konfrontation mellan ageranden som rubbar jämvikten och reaktioner i jämviktsåterställande riktning, vilka tillsammans är av fundamental betydelse för näringslivets tillväxt och förnyelse. För båda ageranden utgör vinstutsikterna ett grundläggande incitament.

För att tekniska och organisatoriska förändringar skall kunna realiseras i större skala krävs en fungerande kapitalmarknad genom vilken sparade medel kanaliseras till investeringar i näringslivet. Kapitalmarknaden består av dels kreditmarknaden, dels aktiemarknaden. På kreditmarknaden utbjuds lånekapital till en given ränta. På aktiemarknaden däremot bjuds kapital ut mot andel i den avkastning som kapitalet i efterhand visar sig generera. Aktiemarknaden kan därför betraktas som en marknad på vilken ägarna tillskjuter riskkapital till företagen och i samband därmed fortlöpande utvärderar och omprövar den rådande fördelningen av resurser mellan olika företag och branscher.

Aktieägarna riskerar alltid att företagets verksamhet utvecklas på ett sådant sätt att de inte erhåller någon ersättning eller att ersättningen blir lägre än vad den skulle ha blivit vid en alternativ kapitalplacering. I utbyte mot den risk som på det sättet vidlåder en investering i aktier, tillerkänns aktieägarna också rätten att övervaka resursutnyttjandet i företagen. Aktieägarna har genom den exklusiva rätten att delta och rösta vid bolagsstämman den yttersta beslutanderätten över företagets verksamhet. Att stämman utser en styrelse som i sin tur anställer en företagsledning för att handha den löpande förvaltningen ändrar inte detta förhållande.

Det står också aktieägarna fritt att när som helst avbryta engagemanget i bolaget. En grundläggande princip är att aktierna fritt kan överlåtas, varigenom ägaren kan tillgodogöra sig deras kapitaliserade värde. På en fungerande aktiemarknad sker därigenom till låga transaktionskostnader en fortlöpande värdering av företagen och det uppkomna priset kan i grunden anses spegla hur väl ett enskilt företag förväntas utnyttja befintliga resurser. En relativt sett sjunkande aktiekurs innebär under dessa förhållanden en signal till företagsledningen att se över resursutnyttjandet i företaget.

I den mån det bland ekonomins aktörer finns någon som tror sig kunna utnyttja ett företags resurser på ett mer effektivt sätt än vad som återspeglas i aktiekursen, möjliggör aktiemarknaden också ett kontrollägarstifte och överförande av beslutanderätten över företagets resurser. Bakom en avvikande subjektiv värdering av ett företag kan exempelvis ligga insikt om effektivare produktionsteknik för befintlig verksamhet eller om samordningsfördelar med andra företag.

Oavsett om ett kontrollägarstifte faktiskt kommer till stånd och oavsett motiven därtill, kan själva möjligheten till sådana förändringar i ägar- och inflytandestrukturen tänkas bidra till övervakningen av företagens resursutnyttjande. Den möjligheten är av särskild betydelse i storföretag där den

löpande förvaltningen uppdragits åt en anställd företagsledning som i sitt agerande skulle kunna avvika från ägarnas mål. På det sättet deltar inte bara befintliga utan också potentiella ägare fortlöpande i den prövning av företagets resurser som krävs för en effektiv allokering.

Det svenska näringslivets framtida produktions- och sysselsättningsstruktur kan endast i begränsad utsträckning förutses. För en liten och öppen ekonomi är utvecklingen i omvärlden av stor betydelse och erfarenheten visar att kraven på förändringar kan komma snabbt. Av avgörande betydelse för möjligheten att möta dessa krav är graden av flexibilitet på marknaderna för arbetskraft, kapital och insatsvaror. Från samhällelig synpunkt är det dessutom angeläget att flexibiliteten kan förenas med social trygghet, full sysselsättning och en god miljö.

7.4 Utredningens sammanfattande slutsatser

Utredningen har i kapitel 4 redovisat hur ägar- och inflytandestrukturen i det svenska näringslivet förändrats under den senaste tioårsperioden. I vissa avseenden har jämförelser också gjorts med förhållanden längre bakåt i tiden. I korthet har konstaterats att såväl kapital- som röstandelsstrukturen i de enskilda storföretagen koncentrerats, att den av juridiska personer innehavda andelen av aktiestocken ökat och att strävan efter kontroll över de enskilda företagen intensifierats. Det senare har främst kommit till uttryck i ett ökat antal offentliga uppköpserbudanden. Ett tilltagande intresse för möjligheter att motarbeta förändringar i ägarstrukturen som inte vunnit sittande styrelses och företagslednings gillande kan också noteras.

I föreliggande avsnitt redovisar utredningen sin bedömning av i vilken riktning de inträffade förändringarna påverkat förutsättningarna för företagens ägare att fullgöra sina uppgifter i företagen och därigenom bidra till effektiviteten i produktionen. De bedömningar som därvid görs grundas främst på den bild av drivkrafterna bakom näringslivets utveckling och ägarnas roll som redovisats i avsnitt 7.3 ovan. Utredningen är inte ålagd att presentera förslag till konkreta åtgärder, men har på vissa områden funnit skäl att påpeka behovet av reformer.

7.4.1 Den ökade institutionaliseringen

I en blandekonomi som den svenska är näringslivets kapitalförsörjning starkt beroende av marknaden för riskkapital, vilken kan sägas bestå av två skilda, men ömsesidigt beroende, delmarknader. Den ena av dessa marknader är den s.k. primärmarknaden, på vilken företagen erhåller nytt riskkapital genom nyemissioner av aktier. Dessa aktier omsätts sedan på andrahandsmarknaden. Genom kontinuerlig handel etableras ett pris på aktierna, vilket bl. a. utnyttjas vid bedömning av de emissionsvillkor företagen erbjuder. Handeln på andrahandsmarknaden borgar också för att de

aktier som emitteras har en hög grad av likviditet i den meningen att de omgående kan omvandlas till kontanter. Andrahandsmarknaden tillför inte företagen nytt riskkapital, men är av avgörande betydelse för en fungerande primärmarknad.

Den svenska aktiemarknadens utveckling präglades under den av utredningen studerade perioden av att det totala antalet aktiemarknadsföretag ökade betydligt och att aktiehandeln fann delvis nya former. Aktiehandels omsättning och aktiemarknadsföretagens samlade börsvärde steg också kraftigt. Därutöver var nyemissionsvolymen historiskt sett mycket hög.

Utredningen ser positivt på den svenska aktiemarknadens utveckling under 1980-talet. Det ökade antalet företag med marknadsnoterade aktier och den ökade omsättningen på andrahandsmarknaden har enligt utredningens mening förbättrat förutsättningarna för en fungerande riskkapitalförsörjning i näringslivet. För expansiva mindre företag torde inrättandet av OTC-marknaden i detta avseende ha varit av särskild betydelse.

För att aktiemarknaden skall fungera väl krävs bl. a. att handeln sker mellan ett någorlunda stort antal av varandra oberoende aktörer. Det enskilda aktieägandet har i det perspektivet en viktig funktion att fylla. Ett brett enskilt aktieäggande ökar också kraven på öppenhet och bevakning av aktiemarknaden, vilket på lång sikt är av betydelse för marknadens förmåga att till låga kostnader kanalisera riskkapital till företagen.

Trots att antalet fysiska personer som äger aktier i de svenska börsföretagen kan antas vara större idag än någon gång tidigare visar utredningens kartläggning att nedgången i de fysiska personernas direktägda andel av aktiestocken fortsatte även under den av utredningen studerade perioden. Från att år 1978 ha innehaft omkring en tredjedel av det totala börsvärdet motsvarade de fysiska personernas direktäggande av börsnoterade aktier vid utgången av år 1985 endast omkring en fjärdedel av börsvärdet. Nedgången orsakades dels av att fysiska personer i oproportionellt låg utsträckning deltog i de nyemissioner som genomfördes under perioden, dels av nettoförsäljningar ur den aktiestock som de fysiska personerna innehade vid periodens början. Preliminära uppgifter visar att nedgången fortsatt även efter år 1985.

Utredningen anser att aktiemarknadens funktionssätt och därigenom även näringslivets kapitalförsörjning gynnas av ett brett enskilt direktäggande av aktier. Det är därför av vikt att de fysiska personernas direktägda andel av aktiestocken inte ytterligare minskar.

Mycket talar för att olikheter i de skatteregler som gäller för olika ägarkategoriernas förvärv och innehav av aktier bidragit till nedgången i de fysiska personernas direktägda andel av aktiestocken. Ett tecken på detta är det stora intresse som visats de skattesubventionerade aktiespar- och illemans-

fonderna. Enligt utredningens mening är det önskvärt att en bättre balans åstadkommes mellan villkoren för direkt och indirekt aktieäggande. Med hänsyn till pågående utredningar inom skatteområdet har ägarutredningen inte funnit skäl att närmare diskutera vilka åtgärder som i detta syfte skulle kunna komma i fråga. Som en i flera avseenden intressant åtgärd vill utredningen dock peka på möjligheten att medge småsparare i aktier uppskov med beskattning av realisationsvinster från aktieförsäljningar som återinvesteras på aktiemarknaden.

Aktiemarknaden erbjuder företagen möjlighet att erhålla betydande riskkapitaltillskott även om utbudet från var och en av placerarna är begränsat. De tidvis mycket stora kapitalbehov som uppkommer i enskilda företag kräver emellertid att det i ekonomin också existerar kapitalkällor av sådan storlek att de i realiteten måste vara av institutionell karaktär.

För att uppnå en situation där merparten av riskkapitalförsörjningen i svenskt näringsliv baseras på fysiska personers direktäggande av aktier, skulle en oacceptabel förändring av fördelningspolitiken vara nödvändig.

Utredningen anser det inte vara realistiskt att i avgörande utsträckning basera näringslivets kapitalförsörjning på fysiska personers direktäggande av aktier. En fungerande riskkapitalförsörjning kräver såväl enskilt som institutionellt ägande i näringslivet.

Näringslivet uppvisar ett spektrum av företag i olika utvecklingsstadier och med olika verksamhetsinriktning, vilka efterfrågar kapital för skilda ändamål. För att kunna möta de krav som i dessa avseenden ställs av befintliga företag och inte minst för att kunna svara mot de behov som ofta uppkommer i samband med att nya verksamheter och affärsidéer introduceras i näringslivet, är det nödvändigt att befintliga riskkapitalkällor uppvisar en inbördes variation i fråga om kompetensområde, placeringsinriktning, tidshorisont och riskbenägenhet. Det är av samma skäl också nödvändigt att nya kapitalkällor kan etableras i ekonomin. Den förmåga till förnyelse och omställning som präglar en framgångsrik strukturomvandling i näringslivet måste motsvaras av en flexibilitet i riskkapitalutbudet.

Nedgången i de fysiska personernas direktägda andel av börsaktiestocken motsvaras av en uppgång för dels svenska institutionella ägare, dels utländska ägare. Flera av de institutionella ägarna kan betraktas som finansiella intermediärer med uppgift att kanalisera sparade medel till bl. a. aktiemarknaden. Under den studerade perioden ökade den andel av aktiestocken som innehades av skattesubventionerade finansiella intermediärer, såsom aktiespar- och allemansfonder. Den genom politiska beslut inrättade fjärde AP-fonden tillfördes under perioden ytterligare medel och behöll sin andel av aktiestocken. Genom inrättandet av löntagarfonderna tillkom också nya kollektiva ägare på aktiemarknaden.

Utredningen anser det vara av vikt att de institutionella ägarna i näringslivet uppvisar en inbördes variation vad avser uppbyggnad och huvudmannaskap så att förutsättningar skapas för pluralism i bedömningen av olika investeringsprojekt.

Utredningen anser att utbudet av offentligt och kollektivt ägt kapital på aktiemarknaden ökar mångfalden i näringslivets riskkapitalförsörjning och bidrar till en bred prövning av olika investeringsprojekt. I det perspektivet utgör offentliga och kollektiva ägare ett betydelsefullt komplement till det privata ägandet.

En ägarkategori som traditionellt ansetts spela en viktig roll i näringslivets strukturuomvandling är investmentföretag. Till skillnad från övriga finansiella intermediärer föreligger för investmentföretag inte några legala begränsningar i fråga om den andel av aktiestocken som får innehas i ett enskilt företag. Investmentföretagen har därför på ett helt annat sätt än övriga intermediärer, exempelvis aktiefonder och försäkringsföretag, möjlighet att utöva en aktiv ägarfunktion i företagen.

Investmentföretagen nettoinvesterade i aktier och ökade något sin andel av börsaktiestocken under perioden, men nettoinvesteringarna finansierades till stor del med lånade medel. Trots en i övrigt hög nyemissionsaktivitet på marknaden, genomförde investmentföretagen med enstaka undantag inte några nyemissioner under perioden. Det kan inte hållas för uteslutet att detta till viss del var en följd av gällande regler för beskattning av investmentföretagens realisationsvinster vid aktieförsäljningar.

Utredningen anser det vara av vikt att investmentföretag även i framtiden kan fullgöra en övervakande funktion i de svenska storföretagen. Med hänsyn till detta bör inom ramen för den pågående översynen av skattelagstiftningen prövas huruvida investmentföretagens skattemässiga situation bör förändras.

Till kategorin institutionella ägare hör också icke-finansiella företag. De vinster som följde på en kraftigt ökad lönsamhet i det svenska näringslivet under 1980-talets första hälft stannade i betydande utsträckning kvar i företagen och investerades till allt större del i finansiella tillgångar, däribland aktier. Kvarhållandet av vinstmedel i företagen torde till viss del kunna betraktas i ljuset av bolagsbeskattningen, medan inriktningen mot finansiella investeringar delvis förklaras av en förskjutning i relativ avkastning på reala och finansiella investeringar. De icke-finansiella företagen mer än fördubblade sin andel av börsvärdet under perioden och förekom i allt större utsträckning som kontrollerande ägare i andra företag. Flera industriföretag utvecklades till betydande mellanhandsägare på aktiemarknaden, vilket medförde att investeringsbeslut som skulle kunnat fattats av enskilda aktieägare övertogs av företagen.

Risken för att kapital på ett omotiverat sätt hålls kvar i företagen och undandras de slutliga ägarnas prövning har uppmärksamrats i direktiven till den sittande utredningen om reformerad företagsbeskattning. Den skall bl. a. ta ställning till vilka ändringar i gällande skatteregler som kan genomföras för att stimulera kapitalet till ökad rörlighet mellan olika företag och

branscher. Ägarutredningen vill från sina utgångspunkter understryka vikten av reformer i detta avseende.

Med viss anknytning till denna fråga har enskilda debattörer under senare tid föreslagit att svenska företag borde beredas möjlighet att återköpa egna aktier. Företagen skulle därigenom bl. a. ges ytterligare en möjlighet att överföra överskottskapital till ägarna. Enligt utredningens mening torde detta motiv delvis vara avhängigt den skillnad som föreligger i beskattning mellan utdelningsinkomster och värdestegring. En eventuell prövning av dessa förslag bör därför anstå till dess klarhet vunnits om kommande förändringar i skattereglerna.

I flera länder tillåts begränsade återköp av egna aktier. Erfarenheten visar att denna möjlighet i stor utsträckning kommit att utnyttjas i syfte att påverka inflytandestrukturen i de berörda företagen och försvåra ägarnas övervakning. Utredningen vill mot denna bakgrund understryka att en eventuell möjlighet för svenska företag att återköpa egna aktier inte får ges en sådan utformning att ägarnas möjlighet till övervakning av företagens verksamhet därigenom försämrats.

Den utlandsägda andelen av börsaktiestocken ökade markant under 1980-talets första hälft. Uppgången var en följd av dels utländska placerares ökade förvärv på den svenska aktiemarknaden, dels svenska företags emissioner utomlands och introduktioner av aktier på utländska marknader. En grundläggande förutsättning för utvecklingen var den liberalisering av valutaregleringen som skedde under perioden.

Det ökade utländska intresset för den svenska aktiemarknaden och det utländska ägandet i enskilda företag har i flera avseenden bidragit till det svenska näringslivets utveckling. Utlandsägandet kan emellertid i vissa fall medföra problem. Statsmakterna har uppställt regler för utländska förvärv av hela företag liksom för större aktieposter i enskilda företag, vilka i korthet kan sägas vara ämnade att ta tillvara övergripande nationella intressen.

Utredningen ser positivt på det ökade utländska intresset för den svenska aktiemarknaden. Det har bidragit till en pluralism i riskkapitalförsörjning och övervakning i svenskt näringsliv. Utredningen anser dock att de begränsningsregler som gäller beträffande utländska förvärv av stora andelar i enskilda företag bör kvarstå. Den internationella integration som i dag präglar näringslivets utveckling liksom de krav på reciprocitet som EG kan komma att ställa kräver att tillämpningen av dessa begränsningsregler även i fortsättningen är generös. Samtidigt anser emellertid utredningen det vara av nationellt intresse att de allra största företagen förblir i svensk ägo.

Vissa storföretag i svenskt näringsliv ägs av staten. Bakom tillkomsten av dessa innehav från statens sida ligger bl. a. regionalpolitiska och arbets-

marknadspolitiska överväganden. I den tilltagande internationalisering som karakteriserar näringslivet kan det för medborgarna, enligt utredningens mening, ligga en styrka i att vissa storföretag på detta sätt är ägarmässigt säkert förankrade i Sverige. Det är emellertid också angeläget att även den statliga företagssektorns resursanvändning i möjlig mån blir föremål för en sådan mångsidig prövning som aktiemarknaden kan erbjuda.

Utredningen anser att minoritetsaktieposter i större statliga företag bör bli föremål för marknadsnotering om inte särskilda skäl talar emot detta. Statens ägarroll i företagen skulle därigenom kompletteras med en fortlöpande utvärdering från andra aktörer i ekonomin.

7.4.2 Den ökade koncentrationen

För att företagens resurser skall utnyttjas effektivt krävs att deras användning ständigt prövas. I betydande utsträckning sker detta genom konkurrens på produktmarknaden där förändringar i efterfrågans sammansättning ger upphov till en fortlöpande reallokering av resurserna. Imperfektioner i form av etableringshinder och i andra avseenden bristande konkurrens på marknaden medför emellertid att även företagens ägare har en viktig funktion att fylla i denna process. Till följd av aktieplaceringens riskfyllda karaktär kan ägarna förväntas ha incitament att övervaka resursanvändningen i företagen och utövar denna övervakning dels via bolagsstämman, dels via aktiemarknaden.

Utredningens övergripande bedömning är att utvecklingen under 1980-talets första hälft präglats av en ökad aktivitet och delaktighet från ägarnas sida i resursövervakningen i näringslivet. En utveckling i denna riktning främjar enligt utredningens mening förutsättningarna för företagens effektivitet. Det finns emellertid också vissa, delvis nya, inslag i företagens ägar- och inflytandestruktur som försämrar förutsättningarna för en aktiv ägarfunktion och riskerar att hämma näringslivets effektivitet och förnyelseförmåga, exempelvis det ökade ömsesidiga ägandet.

Utredningen har i sin kartläggning visat att koncentrationen i de enskilda storföretagens ägar- och inflytandestruktur ökade under den studerade perioden. Det har också visats att koncentrationsuppgången i flertalet företag kom till stånd genom att den största ägaren ökade sin kapital- och röstandel.

Den mycket starka ställning som inte minst till följd av ett informationsmässigt övertag tillkommer den anställda företagsledningen i moderna storföretag möjliggör i praktiken ofta ett inflytande även över bolagsstämmans agerande. En mycket spridd ägar- och inflytandestruktur kan därvid öka utrymmet för ett handlande från företagsledningens sida som inte står i överensstämmelse med ägarnas intressen.

Utredningen anser det inte vara möjligt att fastställa en för samtliga företag ideal koncentrationsgrad i ägar- och inflytandestrukturen, men menar att viss koncentration ofta är en förutsättning för en fungerande resursövervakning i företagen. Förekomsten av starka ägare i enskilda företag står enligt utredningens mening inte i strid mot strävan efter många riskkapitalkällor i ekonomin med en inbördes variation i fråga om kompetensområde, placeringsinriktning, tidshorisont och riskbenägenhet.

Utredningen finner i linje med detta inte skäl för den i aktiebolagslagens 9 kap. 3 § upptagna regeln att inte någon aktieägare får utöva rösträtt för mer än en femtedel av de vid stämman företrädde antalet aktier, såvida inte annat föreskrivits i bolagsordningen. Om inte annat föreskrivits i bolagsordningen bör istället varje ägare vara berättigad att rösta för det fulla antalet av honom företrädde aktier.

Vad avser koncentrationen i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur vill utredningen också kortfattat uppmärksamma två utredningsförslag som nyligen framlagts på detta område. Från försäkringsverksamhetskommittén har förslag framlagts om begränsningar av den andel som en enskild ägare skall tillåtas inneha i ett försäkringsaktiebolag. Kommittén föreslår att en övre gräns sätts vid 15 % av röstetalet och 20 % av aktiekapitalet. Kreditmarknadskommittén har framlagt förslag om liknande begränsningar i fråga om ägandet i banker. Ett alltför starkt ägarintresse i dessa typer av företag riskerar enligt förslagsställarna att komma i konflikt med skyddet för försäkringstagare och banksparare.

Utredningen vill från sin utgångspunkt framhålla att behovet av en aktiv ägarfunktion inte är mindre i finansiella än i icke-finansiella företag och att begränsningsregler av föreslagen art måste vägas mot risken för en passivisering av resursövervakningen i företagen. Utredningen anser det inte ligga inom ramen för sitt uppdrag att diskutera de bank- och försäkringstekniska motiv som anförts för en reglering av ägandet i banker och försäkringsföretag.

En passivisering av ägarnas övervakningsfunktion kan också tänkas uppkomma till följd av begränsningar i olika ägarkategoriernas möjligheter att inneha aktier i enskilda företag. Utredningens kartläggning har visat att vissa av de ägarkategorier som svarar för en betydande del av näringslivets riskkapitalförsörjning endast undantagsvis förekommer som kontrollägare i de enskilda företagen. I betydande utsträckning torde detta vara en följd av en avsiktlig placeringsstrategi från ägarnas sida. Det föreligger emellertid också legala begränsningar beträffande den andel av röstetalet i ett enskilt företag som får innehas av aktiefonder, aktiesparfonder, allemansfonder, fjärde AP-fonden, löntagarfonderna samt försäkringsföretag. Dessa hade tillsammans börsnoterade aktier motsvarande omkring en femtedel av det

samlade börsvärdet år 1985 och har därefter ytterligare ökat sin andel. För en av dessa ägarkategorier, försäkringsföretag, har dock försäkringsverksamhetskommittén framlagt förslag om en höjning av den aktuella gränsen, från fem till åtta procent av röstetalet i ett enskilt företag.

I olika sammanhang har anförts att institutionella ägare av nu nämnt slag saknar den kompetens som krävs för att utöva en aktiv ägarroll i företagen. Enligt utredningens mening kan emellertid en eventuell brist i det avseendet också tänkas vara ett utslag av de nämnda begränsningsreglerna. Institutionerna kan till följd av begränsningarna i betydande utsträckning antas sakna incitament att bygga upp den kompetens som krävs för ett utövande av ägarrollen.

Utredningen anser att den samlade effekten av de legala begränsningar som uppställs i fråga om vissa institutionella ägares aktieinnehav i enskilda företag kan bli att resursövervakningen i företagen försvagas. Utredningen ser därför positivt på det förslag till höjning av gränsen för försäkringsföretagens andel av röstetalet i enskilda företag som framlagts av försäkringsverksamhetskommittén. En sådan höjning förbättrar förutsättningarna för ett aktivt utövande av ägarfunktionen.

I detta sammanhang bör emellertid även uppmärksammas att de största försäkringsföretagen uppnått en sådan storlek att de svarar för en betydande del av handeln på aktiemarknaden. En fortsatt utveckling i denna riktning kan enligt utredningens mening komma i konflikt med behovet av pluralism i marknadens prövning av olika investeringsalternativ. Det är därför angeläget att diskutera huruvida särskilda åtgärder är nödvändiga för att förhindra att enskilda försäkringsföretag uppnår en alltför dominerande ställning på aktiemarknaden.

Frågan om koncentrationen i de enskilda företagens ägar- och inflytandestruktur är nära kopplad till förekomsten av aktieslag med olika röstvärden. Regeringen uppdrog år 1984 åt den s.k. röstvärdeskommittén att utreda frågan om aktiers röstvärde med inriktning mot att lämna förslag som skulle möjliggöra ett avskaffande av röstvärdesdifferenserna. Kommittén konstaterade att möjligheten till röstvärdesdifferentiering är värdefull främst av två skäl. För det första ger röstvärdesdifferentieringen mindre, familjeägda, företag möjlighet att anskaffa kapital med bibehållen inflytandestruktur. För det andra ger den större företag möjligheter att anskaffa kapital på utländska aktiemarknader utan att den svenska ägarkontrollen går förlorad. Kommittén menade att ett avskaffande av möjligheten till röstvärdesdifferentiering mot denna bakgrund skulle medföra större nackdelar än fördelar. Kommittén ansåg sig emellertid inte ha tillräckligt underlag för att slutligt ta ställning i frågan och menade att ett definitivt ställningstagande från statsmakternas sida borde anstå i avvaktan på ytterligare underlag från bl. a. ägarutredningen.

Utredningen menar att en teoretiskt rimlig utgångspunkt för fördelningen av det totala röstetalet bland bolagets ägare är att röstandelen för varje ägare står i proportion till risktagandet. Den ägare som bär störst risk, kan förväntas ha störst incitament att övervaka resursanvändningen i företaget. I realiteten saknas emellertid varje möjlighet att avgöra hur stor risk som vidlåder olika ägares aktieinnehav. Som en approximation för en sådan ordning kan den ofta anförda aktiebolagsrättsliga princip betraktas, enligt vilken röstetalet bör fördelas i proportion till den tillskjutna andelen av riskkapitalet i företaget. Varje aktie skulle då tilldelas samma röstvärde.

Utredningen anser, i likhet med röstvärdeskommittén, det vara av vikt att mindre och expanderande företag med bibehållen inflytandestruktur kan erhålla riskkapital från aktiemarknaden och att större företag i vissa fall har möjlighet att anskaffa kapital på utländska aktiemarknader utan att den svenska kontrollen går förlorad. Vid en samlad bedömning vill utredningen därför i dagsläget inte förorda en förändring av bestämmelserna rörande aktiebolags möjligheter att emittera aktier med olika röstvärde.

Utredningen har i sin kartläggning också uppmärksammat ägar- och inflytandeförhållandena på en mer övergripande nivå. Det har därvid visats att ett begränsat antal ägare kontrollerar en mycket stor del av det svenska näringslivet. I denna mening kan ägandet i näringslivet anses koncentrerat.

Wallenberggruppen har under hela efterkrigstiden varit den i särklass största enskilda ägaren i näringslivet, närmast följd av Svenska Handelsbanks-gruppen. Betydande förändringar präglar däremot övriga ägares inflytandepositioner. Många av de som för ett tiotal år sedan var betydelsefulla ägare har förlorat sin inflytandemässiga ställning, medan andra ägare och ägargrupper har trätt i deras ställe. Som nya och mycket stora ägare har under senare år de icke-finansiella företagen Skanska och Volvo framträtt, vilka till följd av omfattande ömsesidiga ägarsamband saknar egna kontrollerande ägare.

Flera tecken tyder på att ägarkoncentration i näringslivet, på denna övergripande nivå, ökat. Det är enligt utredningens mening emellertid inte möjligt att beskriva en sådan utveckling i ett sammanfattande och ändamålsenligt koncentrationsmått.

Utredningen anser att en hög koncentration i näringslivets ägarstruktur i den meningen att ett begränsat antal ägare kontrollerar en stor del av de totala produktionsresurserna kan strida mot behovet av en mångsidig prövning av näringslivets resurser. Mot de nackdelar som detta medför måste dock vägas behovet av att i en allt hårdare internationell konkurrens samordna svenska företags resurser. En hög koncentration i näringslivets ägarstruktur kan också tänkas inverka på fördelningspolitiska och demokratiska strävanden i samhället, i synnerhet om balanserande krafter i form av statsmakt och fackliga organisationer skulle vara otillräckliga. Dessa aspekter ligger emellertid utanför utredningsuppdraget att behandla.

7.4.3 Kontrollägarskiften och försvarsåtgärder

Ägarnas resursövervakning är inte begränsad till möjligheten att vid bolagsstämman utöva rösträtt för innehavda aktier. En fortlöpande utvärdering av företagets verksamhet sker också genom handel i företagets aktier på marknaden. Den inverkan som dessa transaktioner har på aktiekursen ger företagsledningen en signal om befintliga och potentiella ägares bedömning av deras agerande och är på det sättet också en viktig del i övervakningen av näringslivets resursutnyttjande.

Ägarnas möjligheter att handla med företagets aktier är också en nödvändig förutsättning för kontrollägarskiften i företagen. Genom förvärv av aktier på marknaden kan den som tror sig kunna utnyttja de i ett visst företag befintliga resurserna på ett mer effektivt sätt, erhålla kontroll över företaget och förändra dess verksamhet. Ett kontrollägarskifte av detta slag är också ofta förenat med förändringar i företagets verkställande ledning, varför redan hotet om kontrollägarskiften kan bidra till resursövervakningen.

Utredningen har i sin kartläggning visat att antalet kontrollägarskiften i storföretagen ökat markant under senare år. I betydande utsträckning har dessa kommit till stånd genom offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Utredningen anser att möjligheten till kontrollägarskiften representerar en viktig del i den utvärdering av företagets resursutnyttjande som sker via aktiemarknaden. Utan denna möjlighet skulle aktiemarknadens betydelse för resursövervakningen minska.

Utredningen erhöll i maj 1988 tilläggsdirektiv att studera ett tiotal större företagsförvärv i svenskt näringsliv. Inom ramen för dessa studier kommer utredningen att mer detaljerat belysa drivkrafterna bakom och effekterna av kontrollägarskiften och företagsuppköp. Detta arbete skall vara avslutat i juni 1989.

En från inflytandesynpunkt viktig förändring i företagets ägarstruktur under senare decennier är den ökade förekomsten av ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande mellan storföretagen. På en liten aktiemarknad där flera av de noterade företagen själva innehar stora aktieportföljer är ömsesidiga och framför allt cirkulära ägarsamband av begränsad storlek i viss mån ofrånkomliga. Utredningens kartläggning har emellertid påvisat flera fall av ömsesidiga och cirkulära ägarsamband av sådan storlek att de spelar en avgörande roll för inflytandestrukturen i de inblandade företagen.

I likhet med exempelvis röstvärdesdifferenser och ask-i-askäggande kan ömsesidigt aktieäggande utnyttjas i syfte att åstadkomma en skillnad mellan den av en viss ägare innehavda kapital- och röstandelen i ett företag. Emellertid kan ömsesidigt aktieäggande på ett annat sätt än de andra åtgärderna också utnyttjas av en företagsledning i syfte att minska ägarnas

inflytande i företaget. Ömsesidiga ägarrelationer kan komma till stånd genom att företagsledningarna med företagets medel, men utan ägarnas godkännande, låter företag förvärva aktier i varandra. Den möjlighet som därigenom kan uppkomma för företagen att utöva inflytande vid den egna bolagsstämman, kan utnyttjas av företagsledningen i syfte att hindra befintliga eller potentiella ägares övervakning av verksamheten.

Den svenska aktiebolagslagen förbjuder dotterföretag att förvärva aktier i sitt moderbolag, men innehåller i övrigt inte några restriktioner i fråga om ömsesidiga aktieinnehav. I flera andra länder har lagstiftaren uppmärksammat de inflytandekonsekvenser dessa ägarsamband kan få och föreskrivit mer långtgående begränsningar. I Frankrike är ömsesidiga aktieinnehav helt förbjudna i de fall ett av företagen äger minst 10 % av aktiestocken i det andra företaget. Sedan ett par år tillbaka föreligger också begränsningar i fråga om rösträttens utövande vid omfattande cirkulära ägarsamband. I Förbundsrepubliken Tyskland är huvudregeln att om två aktiebolag äger mer än 25 % av varandras aktiestock så kan inte något av bolagen utöva rösträtt för mer än 25 % av aktiestocken i det andra bolaget. I Förenta staterna är investmentföretag av inflytandeskäl förbjudna att ingå i ömsesidiga och cirkulära ägarsamband motsvarande mer än 3 % av aktiestocken i respektive företag. Även i Japan har restriktioner på detta område införts under senare år.

Utredningen anser att ett ur inflytandesynpunkt omfattande ömsesidigt eller cirkulärt aktieäggande kan försämra förutsättningarna för näringslivets tillväxt och förnyelseförmåga. Utredningen anser att statsmakterna noga bör följa den fortsatta utvecklingen av dessa ägarförhållanden och överväga en begränsande lagstiftning på området efter förebild från andra länder.

Utredningen har i sin kartläggning konstaterat ett ökat bruk av finansiella instrument med anknytning till aktiemarknaden såsom konvertibla skuldebrev, optionsbevis förenade med rätt till nyteckning och konvertibla vinstandelsbevis. I flera företag representerar dessa instrument ett betydande latent ägande. Det är också uppenbart att instrumentens rättsliga status ger företag och ägare möjlighet till ageranden som lagstiftaren med avseende på aktier sökt förhindra. Som exempel på det senare kan nämnas företagets möjlighet att återköpa tidigare utgivna instrument för att senare avyttra dem till valfri köpare. Därigenom uppkommer för företagets ledning en möjlighet att påverka ägarstrukturens utseende i företaget. Motsvarande ageranden med aktier är förbjudna.

Utredningen anser att de rättsregler som gäller för olika typer av finansiella instrument som kan omvandlas till eller ger rätt till nyteckning av aktier bör ses över i syfte att undanröja möjligheter att kringgå i aktiebolagslagen uppställda regler.

7.4.4 Övriga synpunkter

Utredningen vill i föreliggande sammanhang också understryka vikten av att ägar- och inflytandeförhållandena i de svenska storföretagen präglas av öppenhet i den meningen att företag och ägare fortlöpande informerar om rådande förhållanden. En sådan ordning är av betydelse inte bara för aktiemarknadens funktionssätt och legitimitet, utan också för exempelvis de anställdas möjlighet att ta del i och påverka förändringar i näringslivet liksom för statsmakternas ställningstaganden på området.

En mycket stor del av aktiemarknadsföretagen lämnar på frivillig grund i sina årsredovisningar information om de större ägarnas innehav av kapital- och röstandelar i företagen. Det finns emellertid allttjämt enstaka aktiemarknadsföretag som inte följer denna praxis. Bland storföretag utanför aktiemarknaden är det ovanligt att sådan information lämnas och i de fall företagen drivs i handels- eller kommanditbolagsform är det inte heller via aktiebok eller motsvarande möjligt att inhämta sådan information.

Utredningen anser att samtliga aktiemarknadsföretag bör åläggas att i sina årsredovisningar informera om större ägares innehav av röst- och kapitalandelar. Som ett riktmärke vill utredningen i det senare avseendet föreslå att företaget redovisar de tio kapital- och röstandelsmässigt största ägarna. I den mån det mellan det redovisande företaget och någon av dessa ägare föreligger ett ömsesidigt ägande anser utredningen att det särskilt skall anges i årsredovisningen. Motsvarande regler bör gälla för tillgångs- och sysselsättningsmässigt större företag utanför aktiemarknaden.

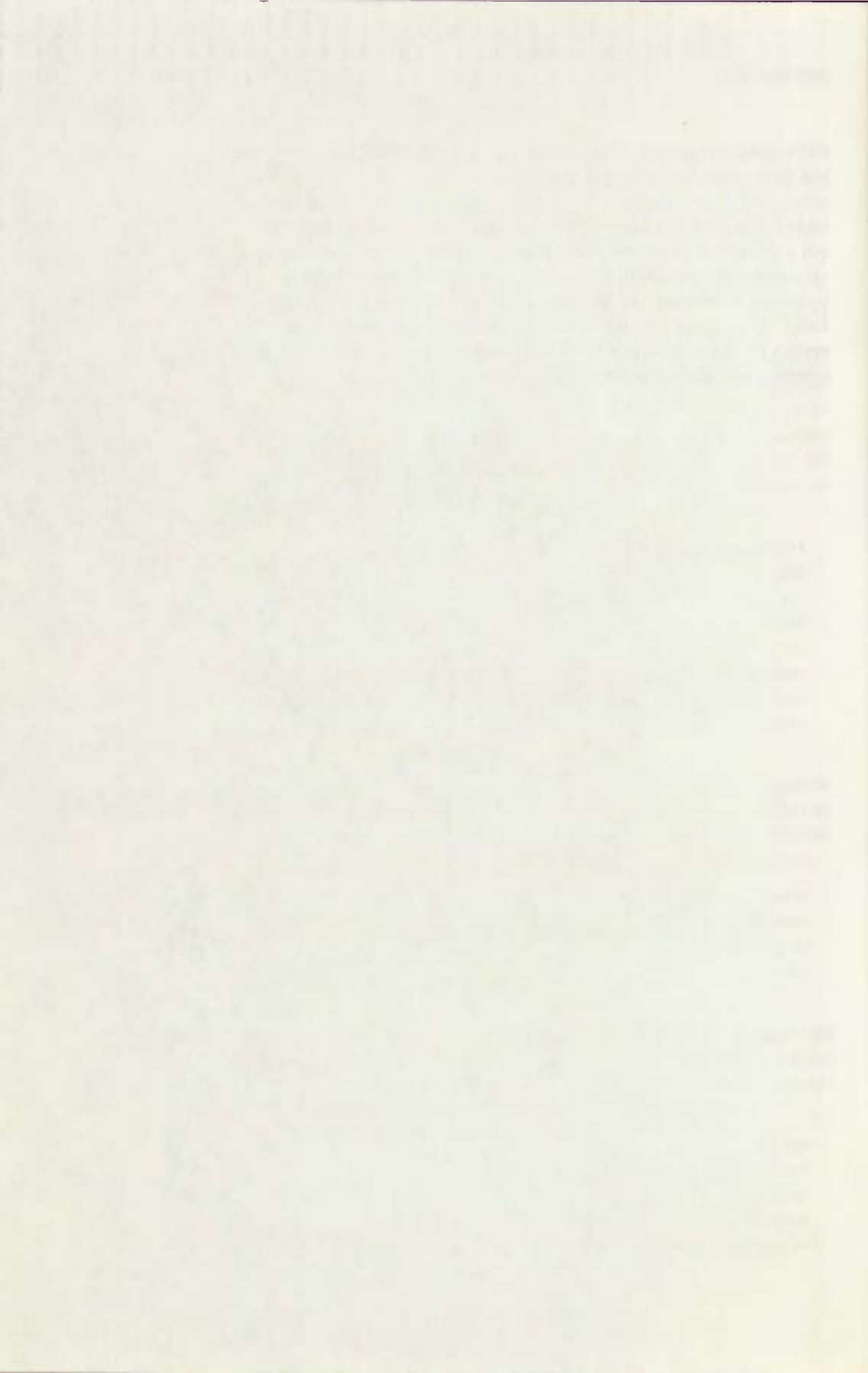
Som påpekats ovan emitterar svenska aktiemarknadsföretag i tilltagande utsträckning finansiella instrument med anknytning till aktier. Innehav av sådana instrument representerar i flera företag ett betydande latent ägande, men är inte i samma utsträckning som aktier föremål för offentlig insyn.

Utredningen anser att samma offentlighet som i dag genom aktieboken föreligger rörande innehav av aktier bör gälla beträffande finansiella instrument som kan omvandlas till eller ger rätt till nyteckning av aktier, exempelvis konvertibla skuldebrev och optionsbevis förenade med rätt till nyteckning av aktier.

För svenska aktiebolag och ekonomiska föreningar föreligger skyldighet att i årsredovisning specificera större innehav av aktier och andelar i andra bolag. Motsvarande skyldighet saknas för vissa från inflytandesynpunkt viktiga ägarkategorier i näringslivet, däribland stiftelser.

Utredningen anser det angeläget att varje form av juridisk person som äger aktier eller andelar i företag åläggs att årligen specificera större innehav i årsredovisning eller annan handling. En sådan specificationskyldighet bör omfatta även konvertibla skuldebrev, konvertibla vinstandelsbevis och optionsbevis förenade med rätt till nyteckning av aktier.

Det svenska näringslivets ägar- och inflytandestruktur karakteriseras av en hög förändringstakt, vilken kan förväntas bestå under överskådlig tid. Utredningen kan konstatera att det är förenat med betydande svårigheter att inhämta uppgifter som kan läggas till grund för en tillförlitlig kartläggning och analys av dessa förändringar. Det är angeläget att statsmakterna skapar ekonomiska och organisatoriska förutsättningar för att den framtida utvecklingen av näringslivets ägar- och inflytandestruktur skall kunna följas. Enligt utredningens mening kräver det att en särskild instans utses att ansvara för samordning och förbättring av den uppgiftsinsamling och bearbetning som sker inom olika myndigheter.



Reservationer och särskilda yttranden

Reservation av ledamöterna Per Westerberg, Christer Eirefelt och Rolf Kenneryd

Ett spritt enskilt ägande och en fri konkurrens är grundstenar för en vital ekonomisk politik. All erfarenhet visar att ett personligt, decentraliserat ägande och företagande är den bästa grunden för ett ökat välbefinnande.

Ägarstrukturen i de undersökta företagen har koncentrerats och när det gäller den totala aktiestocken har institutioner och olika former av kollektivt kapital alltmer kommit att dominera. De fysiska personernas enskilda ägande har skattemässigt kraftigt missgynnats. Detta återspeglas också i fysiska personers minskade andel av den totala aktiestocken.

Ägande och inflytande skall gå hand i hand. Detta medför att när ägandet alltmer koncentreras till kollektivt kapital koncentreras även makten. Denna trend måste brytas. Makt- och ägandekoncentration måste ersättas med dess motsats makt- och ägandespridning. Detta gäller såväl kollektiv som enskild koncentration. Mångfalden i marknadsekonomi är beroende av detta.

Under de borgerliga regeringsåren infördes skattestimulanser för enskilt aktiesparande. Detta medförde att under kort tid en halv miljon människor, som tidigare inte haft aktier, blev aktieägare. Det stora intresset för aktiefondsparandet – trots den senaste tidens fluktuationer på aktiemarknaden – visar att många människor vill vara delägare i företag.

Detta stora intresse bland allmänheten bör respekteras och tas till vara. Det är bra för vitaliteten i svensk ekonomi att många människor bryr sig om hur det går för företagen. När fler låter sitt sparande förvandlas till aktieäggande, får detta även positiva effekter för tillgången på riskvilligt kapital.

Ett expansivt privat företag som behöver öka sitt kapital kan göra detta genom nyemissioner. Nya och gamla ägare får skjuta till nytt kapital och företaget kan på ett smidigt sätt få medel till de investeringar som krävs för framtiden.

Ang. avsnitt 7.4

Vi instämmer i uppfattningen att såväl *kapital- som röstandelskoncentrationen* i de enskilda företagen har ökat, men vill samtidigt påpeka att antalet aktieägare totalt förefaller ha ökat.

I detta sammanhang måste erinras om att gällande skatteregler har gynnat aktiesparande i olika typer av aktiefonder och pensionsfonder i förhållande till direktägande av aktier. Dessa regler bör ändras så att likställdhet uppnås.

7.4.1

Vi anser att det inte räcker med ett uttalande från utredningen "att de fysiska personernas andel av aktiestocken inte ytterligare minskar".

Utvecklingen måste vändas så att *fysiska personers andel* av den totala aktiestocken ökar. Det kan ske dels genom att direktägande av aktier ges minst likvärdiga skattevillkor som de mer gynnade fonderna, dels genom en politik för ägandespridning genom aktiesparande bland det stora flertalet människor.

Vi välkomnar de förändringar av politiken, som är nödvändiga för att möjliggöra ett ökat personligt och decentraliserat ägande i näringslivet.

Förvisso ökar *offentligt kapital på aktiemarknaden* mångfalden, men de negativa konsekvenserna överväger. Nyemissionerna under 1980-talet har kunnat klaras på börsen. Enligt vår uppfattning bör fysiska personers direktägande av den totala aktiestocken öka på bekostnad av det kollektiva kapitalet.

Regering och riksdag skall ange ramarna för verksamheten – vara domare – inte delta i spelet i handeln på börsen.

Vi instämmer vidare i att *investmentföretagen* även i framtiden har en viktig funktion att fylla men vi nöjer oss inte med att konstatera att deras "skattemässiga situation bör förändras". Istället bör klart utsägas att de skall ges likvärdig skattemässig behandling som övriga aktörer på marknaden.

Vidare delar vi majoritetens uppfattning att *minoritetsposter i större statliga företag* bör bli föremål för marknadsnotering om inte särskilda skäl talar emot detta. Däremot anser vi inte detta tillräckligt. En betydligt mer långtgående försäljning av sådana företag bör eftersträvas.

En börsintroduktion av minoritetsposter i ett antal företag ser vi som ett första led i en försäljningsprocess för statliga företag.

Löntagarfonderna skall avvecklas enligt gemensamt förslag från moderata samlingspartiet, folkpartiet och centern.

7.4.2

Vi vill – även under detta avsnitt peka på behovet av ägande- och maktspridning genom aktiesparande hos fysiska personer. En ökande makt- och ägarkoncentration kan göra ägarförhållandena i näringslivet för stabila. Även fördelningspolitiska aspekter talar för denna ägandespridning.

Kreditmarknads- och försäkringsverksamhetskommittéernas förslag till rösträtts- och ägandebegränsningar i banker och försäkringsföretag, som uppmärksammas i utredningen, ingår det inte i ägarutredningens uppdrag att överväga. Moderata samlingspartiets, folkpartiets och centerns ställningstaganden redovisas i annat sammanhang.

7.4.3

Vi anser att det *ömsesidiga och cirkulära ägandet* allvarligt försvårar kontrollägarskiftet. Vidare bryts sambandet mellan ägande och inflytande. Företagsledningarna tenderar att kontrollera varandras företag över huvudet på ägarna med åtföljande maktkoncentration. Det ömsesidiga eller cirkulära ägandet måste brytas. Vi anser att det bäst sker på frivillig väg genom självsanering. Klarar inte marknaden av detta på egen hand bör lagstiftning tillgripas.

Reservation av ledamöterna Per Westerberg och Christer Eirefelt

Vi delar utredningens positiva syn på det ökade utländska intresset för den svenska aktiemarknaden. Av den anledningen anser vi att liberaliseringen bör gå längre och harmoniseras med EG. Det innebär bl. a. att de hinder som finns för utländska medborgare att förvärva svenska aktier undanröjs.

Utländskt ägande bidrar, som utredningen påpekar, till pluralism och förnyelse. Det bidrar också till att gamla ägarstrukturer inte cementeras, vilket är viktigt i ett litet land som vårt. Vidare är inslaget av utländskt ägande positivt eftersom svenska företag därmed också får ett ökat inslag av utländsk kompetens. Det finns dessutom anledning att anta att utländska ägare kommer att inrikta sin granskning på företagets skötsel och vinstutveckling snarare än på att bevara en viss maktstruktur i enlighet med de maktsfärer som idag råder i svenskt näringsliv.

Sammantaget gynnar detta såväl samhället i stort som de mindre ägarna.

Också när det gäller återköp av egna aktier vill vi trycka på behovet av att skapa jämförbara regler med vad som gäller inom EG.

Reservation av ledamoten Per Westerberg

Röstvärdeskommitténs betänkande har överlämnats till ägarutredningen. Utredningen vill "inte förorda en förändring av bestämmelserna rörande aktiebolags möjligheter att emittera aktier med olika röstvärde".

Ägande och inflytande hänger ihop. Ägandet skall ge rätt till inflytande över det ägda. Det måste därför alltid finnas en rimlig proportion mellan ägande och inflytande.

I utredningens kartläggning kan tydligt utläsas en ökande maktkoncentration. Detta sker inte bara till följd av den relativa ökningen av det kollektiva kapitalet utan också genom ökat ömsesidigt eller cirkulärt ägande och röstvärdesdifferentiering. Det är inte tillfredsställande att en extremt liten andel av aktiekapitalet kan ge absolut kontroll över ett företag.

Jag anser därför att det vore riktigt att åtminstone hälften av aktiekapitalet bestod av röststarka aktier. Det skulle skapa en rimlig proportion mellan ägande och inflytande. Samtidigt tillgodoses familjeföretagens speci-

ella situation på ett acceptabelt sätt.

Utomlands pågår idag en omfattande harmonisering av regler, lagar och system för värdepappersmarknader och associationsformer. Denna omfattar även synen på röstvärdesdifferentieringen på aktier. En svensk anpassning till den internationella standarden är önskvärd.

Det vore oklokt att föregripa det internationella harmoniseringsarbetet genom att nu förändra gällande regler i Sverige.

Reservation av ledamoten Christer Eirefelt

Röstvärdeskommitténs betänkande har överlämnats till ägarutredningen. Utredningen vill "inte förorda en förändring av bestämmelserna rörande aktiebolags möjligheter att emittera aktier med olika röstvärde".

Jag delar inte denna uppfattning. Lika risk på aktiemarknaden skall ge lika rätt till inflytande. Rätten för börsföretag på A1- och A2-listan att vid nyemissioner utge aktier med lägre röstvärde bör avskaffas. På sikt minskar då maktkoncentrationen inom börsföretagen, samtidigt som aktiemarknadens funktionssätt förbättras och de små aktieägarna skyddas.

Att införa retroaktiva lagar är dock av rättssäkerhetsskäl inte acceptabelt. Jag avvisar därför möjligheten att införa en sådan regel för redan emitterade aktier. Den bör enbart komma att gälla nyemissioner. De företagsägare som absolut vill behålla möjligheten till kontroll enligt nuvarande regler har fortfarande valmöjligheten att inte låta notera företaget på A1- eller A2-listan, men är ju därmed inte utestängda från riskkapitalmarknaden.

Reservation och särskilt yttrande av ledamoten Rolf Kenneryd

Reservation rörande röstvärdesdifferentiering

Jag delar utredningens uppfattning att mindre och expanderande företag med bibehållen inflytandestruktur skall kunna erhålla riskkapital från aktiemarknaden och att större företag i vissa fall skall ha möjlighet att anskaffa kapital på utländska aktiemarknader utan att den svenska kontrollen går förlorad.

Jag kan däremot inte dela utredningens slutsats att inte förorda en förändring av nuvarande bestämmelser. Jag förordar att lagstiftningsarbete påbörjas för att – med beaktande av vad ovan sagts – avskaffa rätten att utge aktier med lägre röstvärde. Detta kan ske vid lagstiftningsstillfället beträffande nyemissioner, men bör också – via övergångsregler – successivt ske beträffande redan emitterade aktier. En praktiskt tillämpbar gräns för "mindre och expanderande företag" kan vara den av Christer Eirefelt förordade, dvs. företag som ej registrerats på A1- eller A2-listorna.

Särskilt yttrande rörande utlandsäggande

Jag delar utredningens positiva attityd till det ökade utländska intresset för den svenska aktiemarknaden och de redovisade motiven härför.

Tillämpningen av begränsningsreglerna vid utländska förvärv av andelar i svenska företag bör dock ske med viss restriktivitet. Anpassningen till EG får inte enbart ske på EG:s villkor, utan måste också beakta behovet av att bevara svenska nationella intressen. Detta gäller för övrigt även beträffande regler om återköp av egna aktier.

Jag anser vidare att beredskapen och framförhållningen inför stora nationella företagsfusioner bör förstärkas inom regeringskansliet.

Reservation av ledamoten Carl-Henrik Hermansson

Ägarutredningen erhöll av regeringen tre huvuduppgifter:

- att kartlägga förändringar i ägande och inflytande inom det svenska näringslivet under de senaste tio åren,
- att analysera orsakerna till dessa förändringar, samt
- att analysera effekterna av förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen på enskilda företags effektivitet, kapitalförsörjningen inom hela industrin och fördelningen av kapital mellan olika branscher och företag.

Utredningens uppdrag enligt dessa formuleringar var sålunda begränsat, ja alltför begränsat som framgår redan av den fortsatta texten i regeringens direktiv. Där talas i allmänna ordalag om hur förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen påverkar industrins tillväxt, förnyelse och utvecklingsmöjligheter. Utredningen har, klokt nog, anlagt denna – bredare – syn på sitt uppdrag.

Den första uppgiften, *kartläggningsarbetet*, har utredningens sekretariat och experter fullgjort på ett förtjänstfullt sätt. Förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen i det svenska näringslivet under det senaste årtiondet har utförligt belysts. Utredningen konstaterar att såväl kapital- som röstandels- och ännu mera inflytandestrukturen i de enskilda storföretagen ytterligare koncentrerats. Aktieägandet har ytterligare institutionaliserats genom att den av juridiska personer innehavda andelen av aktiestocken ökat. Kampen om kontroll över de enskilda företagen har intensifierats, vilket bl. a. kommit till uttryck i ett ökat antal offentliga uppköpserbjudanden.

I fråga om ägarstrukturens utseende på en mer övergripande nivå visar utredningen att ett begränsat antal ägare kontrollerar en mycket stor del av det svenska näringslivet. Det är närmast ett uttalande i underkant när utredningen därvid konstaterar att ”i denna mening kan ägandet i näringslivet anses koncentrerat”. Flera tecken tyder enligt utredningen på att ägarkoncentrationen på denna övergripande nivå ytterligare ökat.

När det gäller den andra uppgiften, att *analysera orsakerna* till de inträffade förändringarna, uppehåller sig utredningen huvudsakligen vid de förskjutningar som ägt rum i aktiestockens fördelning på ägarkategorier.

Det gäller dels den övergripande förskjutningen från fysiska till juridiska personer, dels förskjutningar inom kategorin juridiska personer. Utvecklingen ses som ett resultat av olika ägarkategoriernas möjligheter att ackumulera kapital och villkoren för placering av detta kapital i aktier och andra tillgångsslag. Enligt min mening bör institutionaliseringen av ägandet väsentligen ses som en av de former i vilka den ökade koncentrationen och centraliseringen av kapitalet äger rum. Institutionaliseringen kan därför i stor utsträckning förklaras av samma faktorer som ligger bakom den allmänna koncentrationsprocessen i näringslivet, men dessa är otillräckligt analyserade.

Intressant är att utredningen kan visa att ägarkoncentrationen i Sverige under den studerade perioden ökat trots en tillväxt av företagsstorleken. De ekonomiska teorier som hävdar att växande företagsstorlek implicerar avtagande ägarkoncentration i företagen är därför i varje fall inte allmänt giltiga.

Mina kritiska synpunkter har framför allt att göra med det avslutande kapitlet Effekter av förändringar i företagens ägar- och inflytandestruktur, vilket avser att lösa den tredje i direktiven ålagda uppgiften, dvs. att *analysera hur förändringarna i ägar- och inflytandestrukturen påverkat företagens effektivitet och industrins riskkapitalförsörjning*. Kritiken gäller särskilt en del av de ställningstaganden som utredningens majoritet gör i avsnittet Betydelsen av inträffade förändringar.

De ställningstaganden som utredningsmajoriteten där gör och de rekommendationer som där avges har uppenbarligen till syfte att söka befordra en utveckling som anses vara gynnsam för effektiviteten och förnyelseförmågan inom näringslivet. Det är emellertid en brist att utredningen när det gäller inflytande- och maktförhållandena inom företagen i huvudsak begränsar sig till relationen mellan ägare och anställd företagsledning. Ett ökat inflytande för de anställda i företagen, för arbetare, tekniker och tjänstemän, är enligt min mening en avgörande förutsättning för ett mera effektivt näringsliv. Denna synpunkt kan inte sägas ligga utanför utredningsuppdraget, eftersom den gäller just inverkan på effektiviteten och förnyelsen såväl i de enskilda företagen som i ekonomin som helhet. Det skulle föra för långt att här diskutera formerna för detta ökade inflytande för de anställda, men min grundläggande utgångspunkt är att arbetet ger rätt till makt i företagen.

Begrepp som effektivitetsvinster, effektiv allokering mellan olika företag, positiv nettoeffekt m. fl. används i utredningens text utan att begreppet effektivitet definieras på ett tillfredsställande sätt. Ibland är det oklart om företagsekonomisk eller samhällsekonomisk effektivitet avses. I de flesta fall tycks effektivitet tolkas som företagsekonomisk lönsamhet, dvs. som högsta vinstkvot på insatt kapital. En mera utförlig definition ges emellertid av begreppet "effektivt resursutnyttjande i näringslivet". Detta sägs förutsätta "dels att resurserna utnyttjas så väl som möjligt i den användning de vid varje tillfälle har, dels att resurserna allokeras till de produktionsenheter som producerar i enlighet med efterfrågan". Vad som är innebörden i att

resurser utnyttjas "så väl som möjligt" kan emellertid alltid diskuteras och det är inte säkert att produktion "i enlighet med efterfrågan" ger högsta samhällsekonomiska effektivitet.

När det gäller maktförhållandena inom företagen ger utredningen sitt förord för "starka ägare" och konstaterar att en "viss koncentration ofta är en förutsättning för en fungerande resursövervakning". Utredningen är i denna del en apologi för de nuvarande maktförhållandena inom näringslivet, dvs. för storfinansens maktställning. Jag delar på intet sätt dessa värderingar.

Utredningen uttalar sig för ett slopande av den i aktiebolagslagens 9 kap. 3 § upptagna regeln att inte någon aktieägare får utöva rösträtt för mer än en femtedel av vid stämman företrädde antalet aktier, såvida inte annat föreskrivits i bolagsordningen. Utredningen polemiserar också mot föreslagna begränsningsregler av enskild ägares andel av röstetalet i banker och försäkringsföretag. Slutligen ser utredningen positivt på förslaget om höjning av gränsen för försäkringsföretagens andel av röstetalet i enskilda företag. Jag delar inte utredningens ställningstaganden i dessa avseenden då de skulle underlätta en fortsatt koncentration av ägande och makt i näringslivet.

Det torde också vara svårt att fastställa vad som allmänt sett är förmånligast för ett företags effektivitet, även om effektivitet likställs med högsta vinstkvot på insatt kapital – starka ägare eller starka företagsledare. Som utredningen påpekar ger heller inte utförda empiriska undersökningar någon entydig bild i detta avseende. Troligen handlar det om i någon mening dugliga ägare och dugliga företagsledare. Generaliseringar är knappast välmotiverade.

Frågan är också om det är just motsatsställningen ägare–företagsledning som är den relevanta. De kapitalistiska storföretagens direktörer är inte någon särskild klass, utan förefaller vara en socialt exklusiv grupp, nära förbunden med den traditionella borgerliga överklassen. Genom aktieinnehav har de också i många fall ägarintressen i företaget. Vad som är viktigt att undersöka är handlingsmönster och maktrelationer hos de verkligen fungerande kapitalisterna och denna kategori kan i många fall vara en sammansmältning av ägare och anställda direktörer.

Den viktigaste maktförskjutning – fränsett maktrelationen kapital–lönarbete som redan behandlats – som ägt rum i de stora företagen är koncentrationen av den reella makten till små grupper av ägare, medan den stora majoriteten av aktieägarna berövats all makt. Ju större aktiespridningen är, ju fler aktieägarna är i ett företag, desto maktlösare är de. Detta är det verkliga innehållet i propagandan om "aktiemarknadens popularisering", som långt från att gynna en demokratisk utveckling tvärtom bidrar till att ytterligare befästa de stora kapitalägarnas makt. Frågan om ett inflytande i företagen för de små aktieägarna är, liksom frågan om ett avgörande inflytande för lönearbetarna, inte endast ett demokratiskt problem, utan också en fråga om effektivitet i företagen och i näringslivet.

Vad därefter gäller aktiestockens fördelning på ägarkategorier konstate-

rar utredningen att institutionaliseringen av ägandet fortsatt. Det är dock viktigt att skilja mellan olika typer av institutioner. Investmentföretag, försäkringsföretag och icke-finansiella företag är privatkapitalistiska institutioner som svarar för en stor del av aktieägandet. Här handlar det om en form för kapitalets fortsatta koncentration och centralisation.

Löntagarfonder, fjärde AP-fonden, aktiespar- och allemansfonder utgör andra former av institutioner som innebär ett kollektivt ägande inom ramen för det kapitalistiska produktionssystemet. Deras utveckling bör enligt min mening befordras och gynnas. Samtidigt bör delägarna i detta ägande genom val till representantförsamlingar eller på annat sätt beredas ett verkligt inflytande över kapitalet. Däremot finns det inte någon anledning att, såsom utredningsmajoriteten föreslår, skattemässigt gynna investmentföretag.

Även de statliga företagen representerar en form för kollektivt ägande som ytterligare bör utvecklas. Bakom tillkomsten av de statliga företagen ligger i många fall kriser i privatägda företag. Någon medveten regionalpolitisk eller annan strategi för utvecklandet av en statlig företagssektor har inte följts. Att utarbeta en sådan strategi är viktigt för effektiviteten i näringslivet.

Någon anledning att sälja ut minoritetsaktieposter i de statliga företagen, som utredningsmajoriteten föreslår, finns det enligt min uppfattning inte. Anställda i statliga företag måste ges ett verkligt inflytande över den egna arbetssituationen och över företagets skötsel, men att utsätta de statliga företagen för de spekulativa rörelserna på aktiemarknaden är inte befogat.

Utredningsmajoriteten ser positivt på den svenska aktiemarknadens utveckling under 1980-talet. Jag delar inte den uppfattningen. Att börskurserna stigit mycket snabbt kan knappast tas till intäkt för en ökad effektivitet i det svenska näringslivet. De stora kursförändringarna som skett bl. a. i samband med kursfallet i oktober 1987 avslöjar det svaga sambandet mellan varje värdering av effektiviteten i den fysiska produktionsförmågan å ena sidan och aktievärdena å den andra. Utvecklingen på fondbörsen är i betydande utsträckning uttryck för spekulativa rörelser och intresset för dessa rörelser är i hög grad upphaussat av en intensiv propaganda. Aktiemarknadens betydelse för effektiviteten i näringslivet torde därför vara överskattad.

Detsamma gäller vad utredningen benämner kontrollägarskiften, vilka ökat markant under senare år. Utredningsmajoriteten anför att möjligheten till kontrollägarskiften utgör en viktig del i "aktiemarknadens betydele för resursövervakningen". Motiven för uppköpen torde emellertid i hög grad ha varierat. En del affärer har genomförts av finansiella skäl. I andra fall har strävan efter strukturella fördelar varit avgörande. I många fall har det handlat om att stärka det egna företagets maktpositioner. Det överskott på kapital, som genom den förda ekonomiska politiken och gynnsamma konjunkturer inom vissa branscher uppstått i en rad stora företag har också sökt vinstgivande användning. Placeringar i aktier har varit en möjlighet, uppköp av hela företag inom olika branscher en annan. Det är viktigt att dessa

frågor blir utförligt belysta inom ramen för utredningens tilläggsuppdrag.

Ett medel för att ytterligare öka centralisationen av kapital i näringslivet är ömsesidigt och cirkulärt ägande mellan storföretag. Dessa ägarsamband leder till att den ekonomiska makten blir ännu mer anonym och oåtkomlig och att de monopolistiska inslagen i näringslivet ökar. Det korsvisa ägandet är ett hån mot alla s. k. liberala teorier om en fri marknadsekonomi.

Utredningen konstaterar att det ömsesidiga och cirkulära ägandet mellan svenska storföretag ofta är av sådan storlek att det spelar en avgörande roll för företagens inflytandestruktur, vilket kan försämra förutsättningarna för näringslivets tillväxt och förnyelseförmåga. Utredningen erinrar om att långtgående begränsningar för sådana ägarsamband finns i flera länder och anser att statsmakterna i Sverige noga bör följa den fortsatta utvecklingen och överväga en begränsande lagstiftning även för svenskt vidkommande. Enligt min mening borde utredningen ha gått längre och uttryckligen begärt en sådan lagstiftning.

En annan metod för att centralisera inflytande och makt i ett företag – och därmed i näringslivet och samhället – är systemet med röststarka och röstsvaga aktier. Utredningen visar att omkring tre fjärdedelar av storföretagen på aktiemarknaden har aktier med olika röstvärden och att denna andel ökat under det senaste årtiondet. Utredningen uttalar sig för principen att varje aktie skall ha samma röstvärde, men vill i likhet med röstvärdeskommittén i dagsläget inte förorda en förändring av gällande regler. Som skäl för denna ståndpunkt anføres dels mindre företags speciella problem, dels risken för att kontrollen över svenska storföretag övergår i utländska händer.

Båda dessa skäl bör tillmätas vikt, särskilt risken för utländskt övertagande av kontrollmakten i en rad stora företag. Samtidigt bör understrykas att rådande system underlättar en icke önskvärd inflytande- och maktkoncentration i storföretagen. Det borde vara möjligt att genom en skärpning av reglerna angående utländskt ägande – eventuellt enbart en mera skärpt tillämpning av nu gällande regler – eliminera risken för att våra stora företag kommer under kontroll av utländskt kapital.

Frågan om utländskt ägande och utländsk kontroll av från olika synpunkter betydelsefulla företag i Sverige är emellertid också en allmän fråga. Jag kan inte dela utredningsmajoritetens skrivning, när den säger sig se positivt på det ökade utländska intresset för den svenska aktiemarknaden. Däremot instämmer jag i formuleringen att det är av nationellt intresse att de allra största företagen förblir i svensk ägo.

Problemet är emellertid mer komplicerat än så. I själva verket har det utländska ägandet inom den svenska industrin ökat starkt under de senaste åren. Transnationella företag med bas i andra länder äger en rad viktiga nyckelindustrier av största betydelse för den svenska försörjningen. Ökningen av det utländska kapitalets inflytande har tagit nya former såsom i sammanslagningen av Asea och Brown Boveri. Frågan har inte endast allmänt industripolitiska och demokratiska aspekter utan också säkerhetspolitiska. Enligt min mening borde regeringen tillämpa gällande regler vad

gäller försäljning av svenska företag till utländska köpare på ett betydligt mer restriktivt sätt än för närvarande. Lagregler borde också införas som ger de anställda vid ett företag vetorätt mot försäljning av företaget till utländsk ägare.

Förslagen om ökad offentlighet och ökad informationsplikt vad gäller aktiemarknadsföretag och stiftelser etc. vill jag varmt instämma i. Frågan är om inte offentlighetsprincipen, med möjlighet till viss användning av sekretesslagen, borde gälla för alla aktiebolag, eftersom de kan betraktas som publika företag.

Särskilt yttrande av Stig Carlsson, sakkunnig

För näringslivets förmåga till tillväxt och förnyelse är en vital riskkapitalmarknad av utomordentlig vikt. På denna marknad bör som utredningen också konstaterar finnas många och kompetenta aktörer. I en ekonomi och demokrati av Sveriges typ är det dessutom viktigt att det finns utrymme för såväl kollektivt som privat ägande. Det är sannolikt också nödvändigt att det finns stora, långsiktiga och kraftfulla ägare.

Utredningens uppdrag har främst varit av tillbakablickande och utvärderande karaktär. Det centrala har varit att se om effektiviteten i näringslivet påverkats av de förändringar i ägar- och inflytandestrukturen som skett under den senaste tioårsperioden – inte att dra slutsatser om hur den nuvarande maktfördelningen kan komma att påverka framtiden. För mig som LO-representant är det emellertid naturligt att se dessa faktorer också i ett makt- och stabiliseringspolitiskt perspektiv.

LO har argumenterat för att i första hand den konkurrensutsatta sektorn måste ha en god relativ lönsamhet så att investeringsefterfrågan upprätthålls. Det är en grundläggande förutsättning för den situation av full sysselsättning som just nu råder. Frågan är dock hur länge löntagarna i ett läge med mycket god lönsamhet i näringslivet och i frånvaro av ett i egentlig mening pluralistiskt ägande kan förmås agera lönepolitiskt ansvarsfullt. Om inte stabiliseringspolitiken lyckas kommer Sverige inom en inte alltför avlägsen framtid bli varse att vi inte får avsättning för våra varor utomlands, att arbetslösheten ökar och sysselsättningen minskar, dvs. att produktionen sjunker, vilket också kan ses som ett mått på effektiviteten.

Att vi i Sverige kunnat etablera en ekonomisk situation med så gott som full sysselsättning och ett extremt högt kapacitetsutnyttjande beror bl. a. på att det goda vinstläget nått en hög grad av acceptans i det svenska samhället. Detta har dock förutsatt åtgärder som syftat till att minska den kraftiga förmögenhets- och maktkoncentration som lätt blir följd av en vinststoppgång. I det sammanhanget måste de reformer framhållas som tillåtit löntagarna att genom ett visst kollektivt ägande bli delaktiga i näringslivets värdetillväxt. Det har skett genom inrättandet av den fjärde AP-fonden, löntagarfonderna och nu senast den femte AP-fonden.

Utredningen har, vilket jag med tillfredsställelse noterat, uttalat att of-

fentligt och kollektivt ägande är ett betydelsefullt komplement till det privata ägandet. Enligt utredningen ligger det betydelsefulla komplementet i att mångfalden i näringslivets kapitalförsörjning ökar och att det kollektiva ägandet bidrar till en bred prövning av olika investeringsobjekt.

Det hade varit önskvärt att utredningen kunnat vidga perspektivet till att omfatta även stabiliseringspolitiska överväganden vilka enligt min mening i själva verket är av avgörande betydelse för näringslivets effektivitet. En fråga av stor vikt att besvara hade med det synsättet varit: är den nuvarande fördelningen mellan kollektivt och privat ägande ägnad att på lite längre sikt upprätthålla den stabiliseringspolitiska balans som är nödvändig för ett effektivt näringsliv?

Jag befarar att den inte är det.

Särskilt yttrande av Gösta Karlsson, sakkunnig

Utredningen anför i kapitel 7 att behovet av en aktiv ägarfunktion inte är mindre i ett finansiellt företag än i ett icke-finansiellt. Utredningen anför därför att den typ av begränsningsregler som föreslagits av försäkringsverksamhetskommittén och kreditmarknadskommittén beträffande ägandet i försäkringsföretag respektive banker bör vägas mot risken för en "passivering av ägandet". Utredningen anser att det inte ligger inom dess kompetensområde att diskutera/ta hänsyn till bank- och försäkringstekniska motiv som kan ligga till grund för begränsningsregler av ägandet.

Enligt min uppfattning har utredningen inte tillräckligt beaktat det faktum att det egna kapitalets andel av balansomslutningen är betydligt mindre i banker och försäkringsföretag än i icke-finansiella företag. Ett större inflytande är följaktligen mycket "billigare" att köpa i ett finansiellt företag. Dessutom utför banker och försäkringsföretag vissa arbetsuppgifter i samhällets tjänst, varför det är olyckligt att dessa finansiella företag tillåts vara majoritetsägda av enskilda privata intressen. Begränsningsregler i ägandet av banker och försäkringsföretag skulle enligt min uppfattning bidra till en önskvärd uppbromsning av en, som jag uppfattar det, ökande koncentration av ägande och inflytande i svenskt näringsliv. Ett införande av generella begränsningsregler i ägandet av banker och försäkringsföretag medför enligt min mening inte heller någon risk för negativa effekter i fråga om effektivitet i resursövervakningen.

Särskilt yttrande av Jan Persson, sakkunnig

Utredningen har i avsnitt 7.4 angivit vissa slutsatser angående betydelsen av inträffade förändringar i ägandet. Jag understödjer det mesta av vad som sägs i denna del men har i vissa avseenden ett avvikande synsätt, varför jag för egen del i vissa viktigare frågor vill framhålla följande.

Det marknadsekonomiska systemet har i jämförelse med andra ekonomiska modeller historiskt visat sig bäst kunna effektivt utnyttja befintliga

resurser, skapa tillväxt, åstadkomma materiella standardhöjningar för breda folklager och smidigt anpassa sig till nya förhållanden.

Inom ramen för detta system är ägarnas roll av grundläggande betydelse. Ägarintressenas primära uppgift i det marknadsekonomiska systemet har varit att tillskjuta kapital samt kontrollera att företagen sköts effektivt och är lönsamma.

Ett framgångsrikt utövande av ägarrollen är beroende av enskilda kreativa individer. För att dynamiken i den industriella expansionen och förnyelseprocessen skall fungera måste det finnas människor som är beredda att driva en aktiv ägarpolitik.

Företagen måste ha enskilda ägare om de i längden skall vara effektiva. Ägarrollen låter sig inte kollektiveras utan allvarliga effektivitetsförluster. Det finns fundamentala inslag, bl. a. de många och ofta oförenliga målen, i det kollektiva ägandet och i den politiska förvaltningen, som gör dessa former mindre ändamålsenliga som bärare av ägarfunktionen i ett dynamiskt näringsliv. Som en följd härav anser jag t. ex. att *statliga företag* bör privatiseras i en helt annan omfattning än vad som uttalas i betänkandet.

Visserligen kan jag instämma med utredningen i att utbudet av *offentligt och kollektivt ägt kapital ökar mångfalden* i näringslivets riskkapitalförsörjning men, som jag har framhållit, har sådant ägande avgörande nackdelar i jämförelse med ett enskilt ägande. Ett ökat kollektivt ägande minskar också i motsvarande grad utrymmet för enskilt ägande.

Ägandet i näringslivet bör sålunda vara privat. Härvid behövs *starka ägare*, som både vill och kan fatta avgörande beslut. En viss koncentration i ägandet är, som konstateras i betänkandets slutkapitel, ofta en förutsättning för en fungerande resursövervakning.

Samtidigt är det viktigt med ett spritt aktieägande. Därför kan man inte, som sker i utredningens slutkapitel, stanna vid ett uttalande om att det är av vikt att de fysiska personernas direktägda andel av aktiestocken inte ytterligare minskar. Ambitionen måste vara att *öka enskilda personers direktäggande av aktier*. Härigenom uppnås flera positiva effekter: ägandet breddas, engagemanget i näringslivets villkor och den samhällsekonomiska utvecklingen ökar, de enskilda människornas intressen av att vara med och söka påverka företagens verksamheter tilltar och näringslivets möjligheter att skaffa kapital förbättras.

Det är uppenbart att förklaringen till att det enskilda aktieägandet förlopat mark är de *skillnader i skattemässig behandling* som finns mellan fysiska personers direktäggande och andra ägarkategoriernas ägande. Det är därför nödvändigt att fysiska personers direktäggande av aktier får en från skattesynpunkt likvärdig behandling med t. ex. olika fonder. Det måste vara en angelägen uppgift i arbetet på en ny skattelagstiftning att skapa sådan balans.

Rätt att äga egna aktier

Åtskilliga länders rättssystem innehåller möjlighet för företagen att i be-

gränsad utsträckning *återköpa sina egna aktier*. I några länder är rätten obegränsad.

Också för svenskt näringsliv vore det av värde att ha denna möjlighet. Bolagens finansiella flexibilitet skulle allmänt öka med en rätt att förvärva egna aktier. Det finns även särskilda situationer då en förvärvsrätt skulle kunna vara av stor betydelse. I exempelvis tysk lagstiftning finns en allmän rätt för bolagen att förvärva viss andel av aktiestocken om det är nödvändigt för att avvärja en allvarlig skada för bolaget.

Jag menar alltså, att det vore mycket värdefullt för det svenska näringslivet om företagen erhöll rätt att förvärva egna aktier. En sådan möjlighet kan behöva kringgärdas av begränsningar avsedda att skydda olika väsentliga intressen. Här kan t. ex. övervägas regler om bolagsstämmobeslut (eventuellt med viss kvalificerad majoritet), begränsningar till disponibla vinstmedel, inskränkningar till särskilt angivna syften och vissa restriktioner i handeln. Utsikterna bör vara mycket goda för att skapa ett fullgott system också från aktiebolagsrättsliga och börsetiska synpunkter. Det är under alla förhållanden viktigt att propåer om rätt att äga egna aktier inte avfärdas på grund av principiella invändningar, utan att det har klarlagts hur ett system med begränsningar kan fungera.

Ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande

Slutsatserna i avsnitt 7.4 angående det *ömsesidiga aktieäggandet* i svenskt näringsliv bygger enligt min uppfattning på en alltför *teoretisk* ansats. Från principiella utgångspunkter kan argument både för och emot anföras. Ser man till vad förekomsten och omfattningen av det ömsesidiga ägandet i *praktiken* inneburit måste dock en sådan analys ge anledning till en annan inställning än vad som anges i 7.4. Det torde svårligen med fog kunna hävdas att de svenska företag som är involverade i ömsesidiga ägarrelationer har haft en sådan utveckling, att ägarna har anledning att vara missnöjda med vad företagsledningarna uträttat. Tvärtom handlar det här oftast om utomordentligt framgångsrika företag.

Jag anser vidare, att utredningen i denna fråga undervärderar såväl ägarnas som övriga marknadsintressenters möjligheter att verkningsfullt reagera i anledning av eventuellt missnöje med ledningens sätt att sköta bolaget.

Frågan om ömsesidigt och cirkulärt aktieäggande är synnerligen komplex. Redan av detta skäl är en lagstiftning olämplig. Till detta kommer att varken hittillsvarande omfattning eller praktiska erfarenheter i övrigt av denna ägarkonstruktion enligt min uppfattning motiverar att statsmakterna bör överväga åtgärder i begränsande syfte.

Internationella faktorer

Svenska företag är ofta exportinriktade och agerar med framgång utomlands. Utan en sådan inriktning hade inte det svenska välståndet vuxit fram. Det svenska näringslivets och det svenska samhällets starka beroende av

omvärlden och den internationella utvecklingen gör att åtskilliga delar av vårt regelkomplex måste anpassas till vad som händer i andra länder, inte minst inom EG-staterna. Detta gäller också för lagar och bestämmelser som direkt eller indirekt har betydelse för ägandet. Exempelvis måste den svenska valutaregleringen överges och krav på reciprocitet gör att *reglerna för utländska företagsetableringar i Sverige kan behöva omprövas.*

Appendix A

De 50 sysselsättningsmässigt största företagen i svenskt näringsliv år 1985. Rangordning efter omsättning inom parentes.

Rang	Företag	Anställda			Kategori
		Totalt	varav i Sverige	(%)	
1	(4) Electrolux	93 600	31 700	34	Privat
2	(5) Ericsson	74 700	37 300	50	Privat
3	(7) KF	65 100	65 100	100	Förening
4	(1) Volvo	64 900	47 300	73	Privat
5	(23) Postverket	63 800	63 800	100	Offentlig
6	(3) ASEA	61 000	37 900	62	Privat
7	(13) Statens Järnvägar	49 800	49 800	100	Offentlig
8	(2) Lantbrukskoooperationen	48 100	48 100	100	Förening
9	(6) SAAB	45 200	36 600	81	Privat
10	(9) SKF	44 300	8 900	20	Privat
11	(14) Televerket	43 500	43 500	100	Offentlig
12	(10) SAS	29 700	8 300	28	Utländskt
13	(15) Skanska	28 200	20 800	74	Privat
14	(24) Swedish Match	25 300	7 800	31	Privat
15	(21) Procordia	24 300	20 600	85	Offentlig
16	(19) Sandvik	23 900	10 400	44	Privat
17	(12) Nordstjernan	22 500	19 600	87	Privat
18	(17) Stora	17 700	14 000	79	Privat
19	(37) Boliden	17 700	16 400	93	Privat
20	(11) Saba-företagen	17 300	17 300	100	Privat
21	(26) Atlas Copco	16 700	4 600	28	Privat
22	(-) ^a Sparbanksrörelsen	16 600	16 600	100	Förening
23	(25) Esselte	16 400	5 900	36	Privat
24	(20) SCA	16 400	10 700	65	Privat
25	(22) Nobel Industrier	15 900	13 300	84	Privat
26	(45) FFV	15 800	15 800	100	Offentlig
27	(31) Svenska Varv	15 600	15 600	100	Offentlig
28	(27) Alfa-Laval	15 400	5 200	34	Privat
29	(18) SSAB	14 900	14 900	100	Offentlig
30	(28) AGA	14 400	5 300	37	Privat
31	(35) BPA	13 900	13 900	100	Förening
32	(29) ABV	12 800	10 300	80	Privat
33	(32) Apoteksbolaget	12 600	12 600	100	Offentlig
34	(16) Vattenfallsverket	12 600	12 600	100	Offentlig
35	(8) ICA	12 200	12 200	100	Privat
36	(34) Incentive	11 200	7 500	67	Privat
37	(41) SL	10 800	10 800	100	Offentlig
38	(47) Praktikertjänst	10 100	10 100	100	Privat
39	(36) Sonessons	10 000	4 700	47	Privat
40	(42) Kinnevik	9 000	7 000	78	Privat

Rang	Företag	Anställda			Kategori
		Totalt	varav i Sverige	(%)	
41	(30) Vivo	8 500	8 500	100	Privat
42	(39) Euroc	7 900	4 600	58	Privat
43	(38) ASSI	7 700	5 400	70	Offentlig
44	(48) Promotion	7 600	2 000	26	Privat
45	(44) PLM	7 200	3 200	44	Privat
46	(33) MoDo	7 100	5 200	73	Privat
47	(-) ^a S-E-Banken	7 000	7 000	100	Privat
48	(43) ESAB	6 600	1 800	27	Privat
49	(40) Astra	6 400	3 200	50	Privat
50	(46) Skåne-Gripen	6 300	3 500	55	Privat

^a Banker har ej rangordnats efter omsättning.

Appendix B

Koncentrationsmått

Vid beskrivning av ägarstrukturen i ett företag, en bransch eller en ekonomi lyfts ofta graden av koncentration fram som en central aspekt. Beskrivningar av koncentrationen utnyttjas för såväl jämförelser över tiden som jämförelser mellan olika företag vid en och samma tidpunkt.

En totalbild av kapital- och röstandelarnas storlek och fördelning i ett företag blir snabbt överblickbar. Ett sammanfattande mått, ett koncentrationsindex, är därför nödvändigt att använda. Flera olika typer av index har utvecklats i syfte att mäta koncentration. Utredningen har i sin beskrivning av koncentrationen i företagens ägar- och inflytandestruktur utnyttjat två olika mått, dels koncentrationskvoten CR, dels ett s.k. H-index.

Det i litteraturen vanligast förekommande koncentrationsmättet är tro- ligen koncentrationskvoten, CR. Mättet beräknas som

$$CR_n = \sum_{i=1}^n a_i \quad \begin{array}{l} n = \text{de } n \text{ största ägarna} \\ a_i = \text{den } i\text{:te ägarens procentuella andel} \end{array}$$

vilket innebär en summering av de n största ägarnas röst- eller kapitalandelar. Någon teoretisk grund för hur många ägare som skall inkluderas vid en sådan summering existerar inte och valet av n varierar också mellan olika undersökningar.

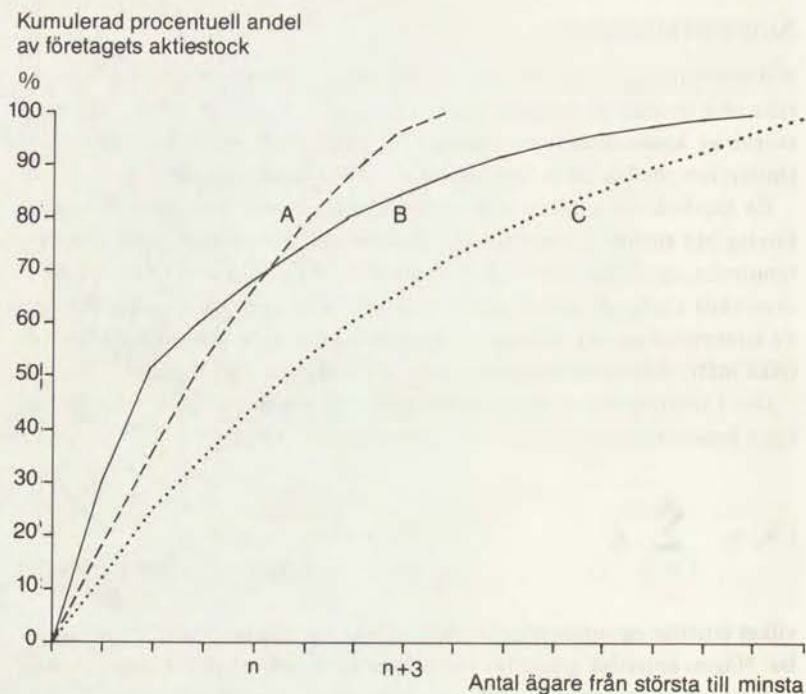
Vid användning av CR, kan två företag, A och B, för varje n entydigt relateras till varandra. En uppenbar brist är dock att valet av n kan vara helt avgörande för rangordningen mellan de två företagen.

Problemet illustreras i diagram A:1 nedan där samtliga CR för tre olika företag, A, B och C, kan avläsas i form av kumulerade koncentrationskurvor.

Vid en jämförelse mellan de tre företagen framstår ägarstrukturen i A och B som mer koncentrerad än ägarstrukturen i C, oberoende av hur många ägare som inkluderas i CR-mättet. Koncentrationskurvorna för A och B är för samtliga n brantare än koncentrationskurvan för C. Ett försök att gå vidare och avgöra huruvida ägarkoncentrationen i A är högre än ägarkoncentrationen i B ger emellertid inte något entydigt resultat.

Det framgår av figuren att valet av n blir avgörande för en utsaga om koncentrationen i A jämfört med koncentrationen i B. Då exempelvis n ägare inkluderas i beräkningen framstår ägarstrukturen i B som mer koncentrerad än ägarstrukturen i A medan det omvända gäller i punkten $n+3$.

Diagram A:1



Ett ytterligare problem vid användandet av CR-mått är att relativt dramatiska förändringar i ägarstrukturen kan förekomma utan att koncentrationsmåttets värde förändras. Antag att de n största ägarnas samlade procentuella andel av företag A:s röster år t uppgår till P och inkluderas i CR-måttet medan resterande andel $(1-P)$ fördelar sig jämt mellan 100 småägare. Om de 100 innehaven år $t+1$ samlats på 10 ägare förändras nödvändigtvis inte koncentrationsmåttets värde även om koncentrationen kan anses ha ökat. Anledningen till detta är givetvis att endast information om de n största ägarnas andelar utnyttjas då CR-måttet beräknas. Övriga ägares innehav beaktas ej.

Det kan således konstateras att CR-måttet uppvisar brister vid jämförelser såväl över tiden som mellan olika företag vid en och samma tidpunkt. Dessutom utelämnas en hel del information om ägarstrukturen.

Problemen med CR-måttet och de kumulerade koncentrationskurvorna uppmärksammar behovet av ett mått som reagerar på såväl förändringar i antalet ägare som förändringar av innehavens relativa storlek.

Formeln för ett sådant mått kan i generell form skrivas

$$R = \sum_{i=1}^N S_i^a$$

där N är det totala antalet ägare i företaget, S_i står för den i :te ägarnas andel av rösterna och α är en elasticitetsparameter som speglar den vikt som tilldelas stora respektive små innehav.

De existerar ingen given regel för vilket värde som skall tilldelas α men experiment pekar på att $0,6 < \alpha < 2,5$ förmår att entydigt rangordna koncentrationen i två olika branscher. Då α åsättes värdet 2 brukar detta koncentrationsmått benämnas Herfindahls index, eller H-index.

$$H = \sum_{i=1}^N S_i^2 \quad 0 < H \leq 1$$

Utgångspunkten vid användning av H-index i samband med beskrivning av ägarkoncentration i ett företag är att begreppet koncentration definieras som de största ägarnas betydelse och är skilt från begreppet fördelning.

Skillnaden mellan koncentration i denna mening och fördelning kan åskådliggöras genom ett exempel. Om fyra ägare vardera äger tjugofem procent av kapitalet i ett företag kan ägandet sägas vara koncentrerat till ett fåtal stora ägare och H-index kommer att anta det relativt höga värdet 0,25. Fördelningen av kapitalet mellan dessa fyra ägarna är däremot absolut jämn. En beräkning av exempelvis Ginikoefficienten skulle ge värdet 0. Om ytterligare 100 ägare tillkommer med en andel motsvarande 0,01 % vardera erhållen med lika delar från de fyra ursprungliga ägarna blir fördelningen mellan ägarna extremt ojämn, då 99 % av kapitalet innehas av de fyra ursprungliga ägarna. H-index kommer emellertid endast att påverkas marginellt av en sådan förändring i ägarstrukturen eftersom de största ägarnas betydelse knappast har förändrats.

Det är viktigt att ett index vid förändringar i ägarstrukturen reagerar på ett sätt som är konsistent med den definition av koncentration som används. H-index har ett antal egenskaper i detta avseende som överensstämmer med den definition av koncentration som utredningen använt.

- i) Om den kumulerade koncentrationskurvan för företaget A för alla n ligger över koncentrationskurvan för företaget B kommer H-index för A att vara högre än H-index för B.
- ii) Om en större aktieägare förvärvar aktier från en mindre kommer H-index att stiga.
- iii) Om en ny ägare tillkommer kan koncentrationen antingen öka eller minska beroende på vilka av de ursprungliga ägarna som sålt och hur stor andel den nya ägaren förvärvat.

Trots att H-index beaktar det totala antalet ägare är det vid beräkning av H inte nödvändigt att ha kännedom om *samtliga* ägares andel av exempelvis antalet röster. En godtagbar approximation kan göras.

Om andelarna för de n största ägarna är kända och tillsammans omfattar P procent innehas återstående $(1-P)$ procent således av $(N-n)$ ägare. Under

dessa förutsättningar blir värdet av H som lägst om de $(1-P)$ procenten av rösterna fördelar sig absolut jämt mellan återstående $(N-n)$ ägare. Genom en sådan approximation är det således möjligt att beräkna ett $H_{\min}$ som:

$$H_{\min} = \sum_{i=1}^n S_i^2 + (N-n)\bar{S}^2 \quad \text{där } \bar{S} = \frac{(1-P)}{(N-n)}$$

Med utgångspunkt i ett framräknat H -index kan ägarförhållanden i ett företag även uttryckas i termer av en hypotetisk ägarstruktur bestående av lika stora ägare. En sådan omskrivning av H -index betecknas antalsekvivalent.

Utgångspunkten är att utifrån det framräknade H -indexet beräkna det antal exakt lika stora ägare som skulle ge samma indexvärde. För den generella skrivningen R , beräknas antalsekvivalenten som

$$n(\alpha) = \left(\sum S_i^\alpha \right)^{1/(1-\alpha)} \quad \alpha > 0 \quad \alpha \neq 1$$

vilket för H -index med $\alpha = 2$ reduceras till inversen av H .

Appendix C

Koncentrations- och kontrollmått

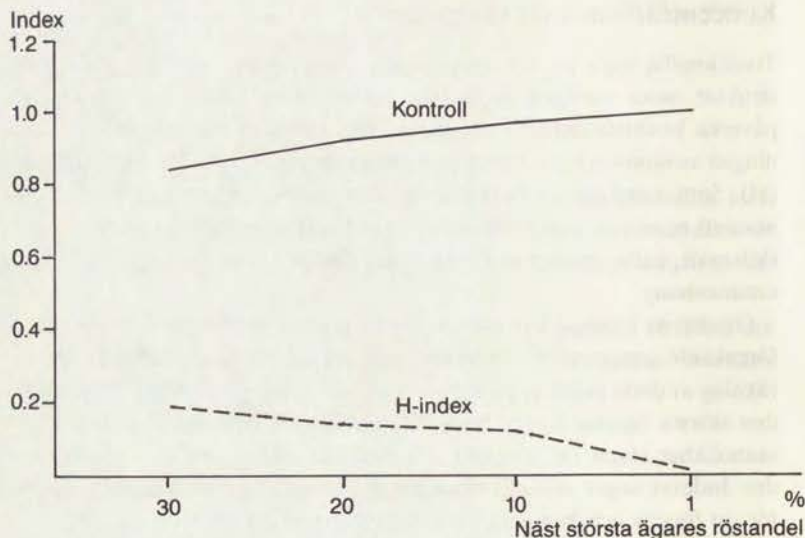
Traditionella mått på koncentrationen i företagens ägar- och inflytandestruktur anses vanligen ge uttryck för de stora ägarnas möjligheter att påverka beslutsfattandet i företagen. Det gäller exempelvis de av utredningen använda måtten koncentratonskvoten (CR) och Herfindahls index (H). Som framhållits i betänkandet kan emellertid koncentrationen öka utan att exempelvis den största ägarens kontrollmöjligheter ökar. Ett särskilt mått, kallat graden av kontroll, har därför kommit att utnyttjas i olika sammanhang.

Graden av kontroll kan därvid, för en given ägarstruktur och med några förenklade antaganden, uttryckas med ett index. Utgångspunkt för beräkning av detta index är en hypotetisk omröstning på en bolagsstämma där den största ägaren lägger fram ett förslag och övriga ägare med 50 % sannolikhet röstar för förslaget och med lika stor sannolikhet röstar emot det. Indexet anger sannolikheten att den största ägaren erhåller majoritet för sitt förslag och kan anta värden mellan noll och ett.

Indexet är lika med 1 om den största ägaren innehar mer än 50 % av aktierna. Antag emellertid att företaget har tre stora ägare, där den största har 40 % och de två näst största 30 % vardera. Om var och en av de andra två ägarna med 50 % sannolikhet stöder den största ägaren, så erhåller denne majoritet för sitt förslag om han får stöd av minst *en* ägare. Detta sker i 75 % av fallen, vilket betyder att indexet är $s = 0,75$. Om det i stället finns tre näst största ägare med 20 % var så blir s enligt samma resonemang lika med 0,875. Jämfört med det första fallet ökar således s trots att koncentrationen minskar. Har företaget många ägare kan det vara statistiskt korrekt att anta att antalet röster för den största ägarens förslag följer en normalfördelning.

Undersökningar baserade på en mätning av kontroll i företagens ägarstruktur kan ge helt andra slutsatser än om koncentrationen används. Förhållandet illustreras i diagram C:1 nedan. Där visas graden av kontroll och Herfindahls index för ett fall där den största ägarens andel av rösterna är 30 %, medan den näst största ägarens andel varierar mellan 0 % och 30 %. Övriga ägare antas äga 1 % vardera.

Diagram C:1



Indexet, s , beräknas på följande sätt. Låt P_o stå för den största ägarens röstandel och T vara det totala antalet aktier. s är definierad som sannolikheten för att y (antalet röster för den största ägaren minus antalet röster emot) är lägre än antalet röster som den största ägaren har, $P_o T$. Vidare antas y vara normalfördelad med medelvärdet noll och en varians $\sigma_y^2 = \sum_{i=1}^N P_i^2 T^2$. y kan räknas om till en standardiserad variabel z med medelvärde noll och varians ett. Med hjälp av följande formel beräknas det värde av z som precis ger den största ägaren majoritet.

$$Z^* = P_o T / \sigma_y$$

Därefter kan s utläsas ur en normalfördelningstabell som sannolikheten att ett slumpmässigt draget Z^* är större än $-Z$.

Eftersom Herfindahls index är $H = \sum_{i=0}^N P_i^2$ så kan Z^* även beräknas som

$$Z^* = \frac{P_o}{\sqrt{(H - P_o^2)}}$$

Emellertid är antagandet att antalet röster för den största ägaren är normalfördelat orimligt när det finns väldigt få ägare, eller när den största ägarens andel ligger mycket nära 50 %. I dessa fall kan s komma att anta orimliga värden.

Appendix D

Bilagor till huvudbetänkandet

Nr	Titel	Författare
1	Ömsesidigt aktieäggande och aktiebolagslagens regler om förvärv och innehav av egna aktier	Rolf Skog
2	Ägarkonkurrens och effektivitet	Kristian Rydqvist
3	Tjugofemprocentregelns betydelse för det ökade institutionella ägandet	Kristian Rydqvist
4	Finansiella förmögenheter och marknader – en beskrivning och analys av utvecklingen 1970–86	Dag Lindskog
5	Avkastningen på några aktuella sparformer, 1975–85	Anne-Marie Pålsson
6	Näringslivet och strukturomvandlingen, 1970–87	Ingemar Erikson
7	Orsaker till företagskoncentration i utvecklade industriländer – en litteraturöversikt	Lennart Erixon
8	Ägarna i styrelsen – en fråga om kontroll eller service	Anders Lundgren
9	Aksjonaerforholdene i toppen av norsk næringsliv	Ole Berrefjord och Svenn-Åge Dahl
10	Ejerforhold indenfor Danmarks erhvervsliv	Peter Brixtofte
11	Kapitalmarknader och ägarförhållanden i Finlands näringsliv	Pekka Spolander
12	Ägarna och kontrollen över företaget - en jämförande studie av sex länders finansiella system	Erik Berglöf

Kommittédirektiv

Ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv

Dir 1985:22

Beslut vid regeringssammanträde 1985-05-23

Chefen för industridepartementet, statsrådet Peterson, anför.

Mitt förslag

Jag föreslår att regeringen bemyndigar mig tillkalla en kommitté med parlamentarisk sammansättning för att utreda ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv.

Kommittén bör ha tre huvuduppgifter, nämligen

att kartlägga förändringar i ägande och inflytande inom det svenska näringslivet under de senaste tio åren

att analysera orsakerna till dessa förändringar

att analysera effekterna av förändringarna i ägar- och inflytandestrukturerna på enskilda företags effektivitet, kapitalförsörjningen inom hela industrin och fördelningen av kapital mellan branscher och/eller företag.

Bakgrund

Ägar- och inflytandefrågor är centrala i en marknadsekonomi där ett spritt ägande utgör en förutsättning för en fungerande konkurrens mellan företag och därmed också för ett effektivt näringsliv.

Den s.k. koncentrationsutredningen gav i betänkandet, Ägande och inflytande i det privata näringslivet (SOU 1968:7), den första heltäckande redovisningen av ägandets fördelning på olika grupper i det svenska näringslivet. Utredningen konstaterade bl. a. att ägarkoncentrationen var påtaglig och hade ökat märkbart under åren 1942-1964.

Statens industriverk (SIND) färdigställde drygt tio år senare rapporten (SIND 1980:5), Ägandet i det privata näringslivet, där utvecklingen fram till mitten av 1970-talet behandlades. SIND konstaterade därvid att ägarkoncentrationen hade fortsatt under perioden 1964-1977. Därefter har analyser gjorts i samband med löntagarfondsutredningen.

Tillgängliga uppgifter i t. ex. industridepartementets årsrapport Industri och Industripolitik från år 1982 resp. budgetåret 1983/84, samt löntagarfondsutredningen tyder på att koncentrationen fortsatt. Ägarbilden har vidare ändrat karaktär jämfört med 1960- och 1970-talen såtillvida att institutionella ägare märkbart ökat sina andelar på bekostnad av andra ägare. Sålunda har de traditionella ägarfamiljernas inflytande minskat i förhållande till försäkringsbolagens, stiftelsernas, pensionsfondernas, investmentsbolagens och övriga bolags inflytande.

Vidare synes ägarbilden ha blivit alltmera komplex genom omfattande

koncernbildningar. En ytterligare påtaglig sådan förändring under senare år är den ökade omfattningen av ett sådant ägande som innebär att två eller flera företag sinsemellan innehar aktier i varandra (ett ömsesidigt eller korsvist ägande), vilket kan leda till att ägarkontrollen för andra ägare begränsas samt att effektiviteten på aktiemarknaden kan försämrats.

Tillgängligt material ger en splittrad bild av ägar- och inflytandestrukturernas förändring. Det saknas också analyser av hur förändringarna påverkar industrins tilläxt och förnyelse. Det finns dock anledning att tro att de nya ägar- och inflytandeformerna kan ge förändrade förutsättningar för industrins utvecklingsmöjligheter.

I årets budgetproposition (prop. 1984/85:100 bil. 14) aviserade jag med anledning av detta att en parlamentarisk kommitté bör tillkallas för att utreda ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv. Jag vill nu återkomma till frågan och närmare gå in på vilka uppgifter kommittén bör ha.

Riktlinjer för kommitténs arbete

Kartläggning av förändring i ägande och inflytande

I koncentrationsutredningens betänkande och i SIND:s nämnda rapport analyseras bl. a. förskjutningar *mellan* olika ägargrupper. Det är även nu lämpligt att i en kartläggning belysa omfattningen och förändringen av det ägande och inflytande som utövas av enskilda placerare inkl. utlandssvenskar, institutioner inkl. stiftelser, börsföretag, kooperativa företag, arbetskooperativ, stat och kommun samt utländska ägare.

Den i de tidigare utredningarna analyserade frågan om koncentrationen *inom* ägargrupperna är även relevant att ytterligare belysa i detta sammanhang. Kartläggningen bör också avse andra förhållanden av betydelse som t. ex. långsiktigheten i placeringarna, graden av delaktighet i företagets skötsel, det korsvisa ägandets samband med en korsvis styrelsrepresentation, i vilken omfattning ett ömsesidigt ägande är förknippat med olika former av konsortialavtal som t. ex. kan innehålla hembudsklausuler m.m.

Vid kartläggningsarbetet bör stor vikt läggas vid den form av institutionellt ägande som innebär ett företags inflytande över annat företag. Därvid bör omfattningen av det s. k. korsvisa ägandet och det s. k. ask-i-ask ägandet (en ägarkonstruktion i olika led som kan ge ett väsentligt inflytande med en begränsad kapitalinsats) särskilt belysas liksom även andra eventuella former av komplicerade ägarstrukturer.

Några specialfall av ägande är dels olika typer av konvertibla lån, dvs. lån som efter en viss tid kan omvandlas till aktier dels olika slag av optionsrätter. Ett ökat användande av konvertibler och optioner kan på sikt komma att påverka ägandet av näringslivet. Utredningen bör därför också kartlägga omfattningen av sådana ägarformer som står aktien nära och som på sikt kan få inverkningar på ägar- och inflytandestrukturen i näringslivet.

Analys av orsaker till förändringar i ägar- och inflytandestrukturer

De *tekniska/kommersiella faktorerna*, som orsakar en allmän koncentration av ägandet och betingar ägarnas agerande i enskilda frågor, finns behandlade i ett stort antal olika utredningar och forskningsrapporter. Traditionellt anses förekomsten av stordriftsfördelar i produktionen lägga grunden till en ökad produktionskoncentration som också påverkar ägarkoncentrationen.

På senare tid har också stordriftsfördelar i marknadsföring och forskning och utveckling fått ett ökat utrymme i debatten om ägar- och produktionskoncentration.

Kommittén bör därför översiktligt analysera stordriftsfördelar när det gäller marknadsförings- samt forsknings- och utvecklingsfrågor, och hur dessa påverkar ägarstrukturens utveckling.

Vidare bör kommittén analysera hur *de institutionella faktorerna* påverkar ägarstrukturen. Härvid kan följande huvudområden för analys nämnas.

1 Skattelagstiftningen

Den i Sverige förhållandevis gynnsamma rörelsebeskattningen av aktiebolag (med stora avskrivningsmöjligheter) kombinerad med en hög skatt på utdelade vinster binder kapital i företagen. Har dessa faktorer haft någon betydelse för utvecklingen mot en ökad ägar- och inflytandekoncentration i industrin?

Företag som äger mer än 25 % av aktierna i ett annat rörelsedrivande företag beskattas normalt inte för utdelning på aktierna i fråga. I vilken omfattning har denna skattebefrielse resulterat i koncentration av företagens aktieäggande och ökat ömsesidigt eller korsvist ägande?

För investmentbolagen, stiftelserna och försäkringsbolagen gäller särskilda skatteregler som i vissa fall medger skattebefrielse på utdelningar. I vilken omfattning kan ökningen av dessa företags ägande förklaras av de särskilda regler som gäller?

2 Valutaregleringen

De svenska företagen har en betydande del av sin verksamhet utomlands. Det har i debatten om det korsvisa ägandet hävdats att företag med utlandsverksamhet, överlikviditet och som saknar alternativa svenska investeringar valt att köpa aktier i andra svenska företag därför att de inte fått tillstånd att föra ut medel för investeringar eller för återbetalning av skulder utomlands. I vilken omfattning har den svenska valutaregleringen på detta sätt indirekt kommit att påverka ägandet?

3 Aktiebolagslagen

I samband med bl. a. ett 25-procentigt korsvist ägande kan företag få ett dominerande inflytande i varandra, kombinerat med full skattefrihet för utdelning, utan att något formellt koncernförhållande föreligger.

Hur har aktiebolagslagens regler beträffande koncerner och aktiers rösträtt och utnyttjandet av en graderad rösträtt påverkat ägar- och inflytandeförändringarna i industrin? Vid analysen av den inverkan som reglerna gällande aktiernas rösträtt haft bör röstvärdeskommitténs arbete (Dir. Ju 1984:03) beaktas.

Ägarförhållandena har kraftigt förändrats sedan nu gällande aktiebolagslag antogs. Har utvecklingen i detta hänseende medfört att aktiebolagslagens koncernregler nu framstår som mindre ändamålsenliga?

4 Lagen om utländska förvärv av svenska företag m.m.

Lagen om utländska förvärv av svenska företag har tillkommit bl. a. för att skydda väsentliga svenska intressen vid utländska köp av svenska företag. I vilken omfattning har lagstiftningen påverkat utvecklingen av ägar- och inflytandestrukturen i industrin?

Analys av effekterna av förändringar i ägar- och inflytandestrukturen på enskilda företags effektivitet, kapitalförsörjningen inom hela industrin och fördelningen av kapital mellan branscher och/eller företag

De förändringar i ägar- och inflytandestrukturen som kommittén har till uppgift att kartlägga påverkar inte bara enskilda företags effektivitet utan också kapitalförsörjningen inom hela industrin och fördelningen av kapital mellan branscher och/eller företag.

De enskilda företagens effektivitet påverkas sannolikt av att de nya ägargrupper som växer fram agerar olika i jämförelse med de tidigare traditionella ägarna när det gäller frågor såsom att:

- avgöra om ägarengagemanget skall kvarstå,
- kontrollera den verkställande ledningens effektivitet, tillsätta och avsätta VD och styrelse,
- bidra med ytterligare kapital,
- bidra med kompetens och kontakter,
- driva "strukturerings av industriverksamhet" och i vissa fall lägga ned eller avyttra verksamhet.

Kommittén bör vidare analysera om de kartlagda ägar- och inflytandeförändringarna påverkar den totala ägarkapitaltillgången t. ex. genom en förändrad tillgång till utländskt eller inhemskt kapital.

Slutligen bör kommittén analysera hur de kartlagda förändringarna påverkar fördelningen av kapital mellan branscher och/eller företag. Här bör särskild vikt läggas vid industrins långsiktiga förmåga till tillväxt och förnyelse. Det bör därför vara kommitténs uppgift att ta ställning till om de kartlagda ägar- och inflytandeförändringarna t. ex. i riktning mot ett ökat ömsesidigt eller korsvist ägande kan få inlåsnings effekter som kan hämma en snabb överföring av kapital från stagnerande till expanderande branscher och/eller företag.

Samråd, tidsplan m.m.

Kommittén bör så långt som möjligt utnyttja befintligt material. Studieförbundet Näringsliv och Samhälle avser att under sommaren 1985 publicera en rapport om ägandet i näringslivet. De erfarenheter som vunnits vid arbetet med denna publikation bör kunna tjäna som ett av flera underlag till kommitténs arbete.

I detta sammanhang kan också nämnas att arbetslivscentrum startat ett projekt, som bör kunna utnyttjas i kommitténs kartläggningsarbete. Projektet är till sin uppläggning jämförbart med koncentrationsutredningens betänkande och visar ägarandelar, olika ägares rösteandel, andelen röster på bolagsstämmor samt antalet styrelseposter.

Kommittén bör samråda med bland andra kreditmarknadskommittén (Fi 1983:06), försäkringsverksamhetskommittén (E 1979:01), röstvärdeskommittén (Ju 1984:03), betalningsansvarskommittén (Ju 1984:09).

Kommitténs arbete bör bedrivas så att det kan avslutas under mars 1987. Kartläggningen av det korsvisa ägandet bör göras snarast med en etappredovisning i februari 1986.

Hemställan

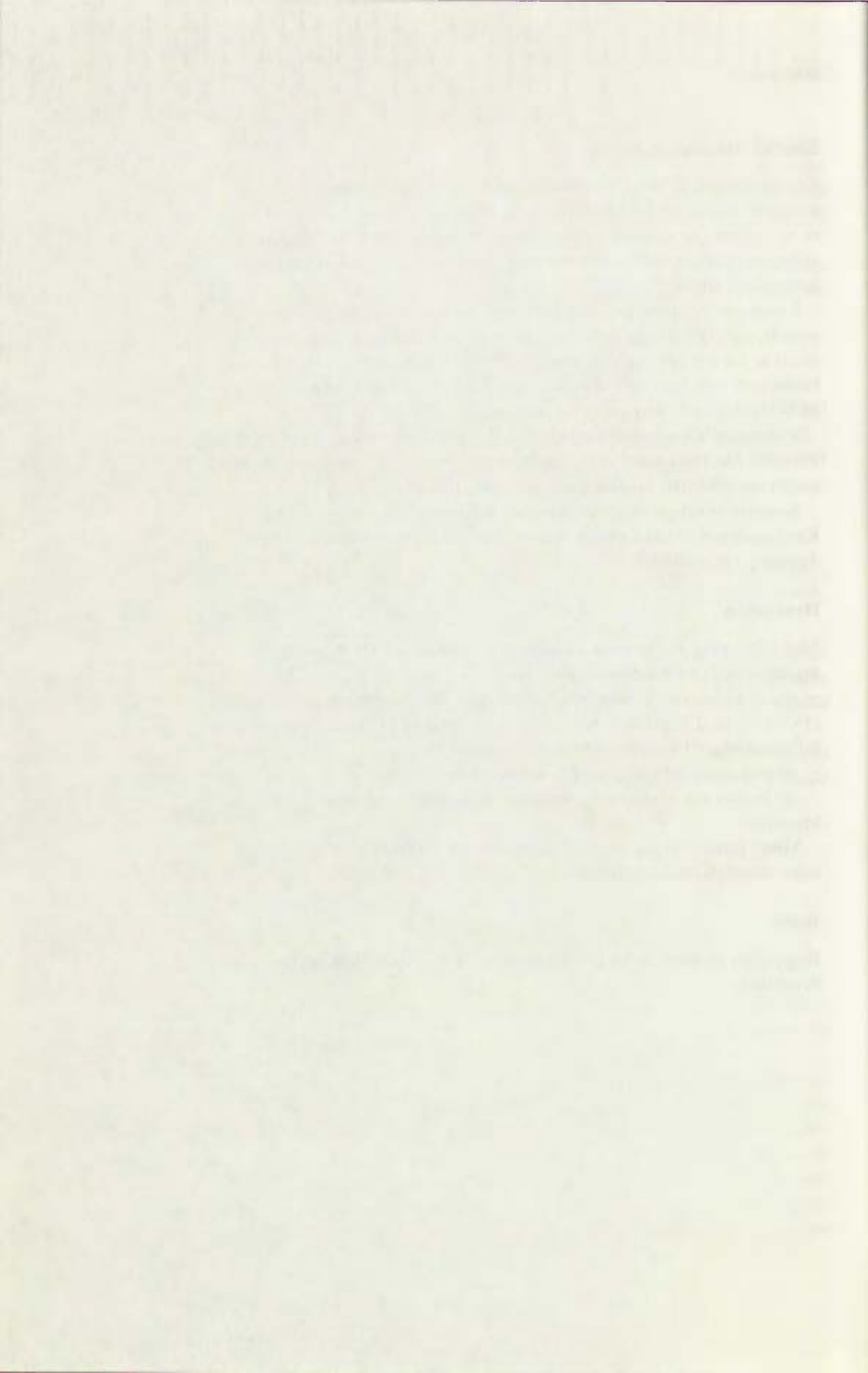
Med hänvisning till vad jag nu anfört hemställer jag att regeringen be-
myndigar chefen för industridepartementet

- att tillkalla en kommitté – omfattad av kommittéförordningen (1976:119) med högst åtta ledamöter med uppdrag att utreda ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv,
- att utse en av ledamöterna att vara ordförande
- att besluta om sakkunniga, experter, sekreterare och annat biträde åt kommittén.

Vidare hemställer jag att regeringen beslutar att kostnaden skall belasta
tolfte huvudtitelns kommittéanslag.

Beslut

Regeringen ansluter sig till föredragandens överväganden och bifaller hans
hemställan.



Kommittédirektiv

Tilläggsdirektiv till utredningen (I 1985:04) rörande ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv

Dir. 1988:25

Beslut vid regeringssammanträde 1988-05-11

Statsrådet Peterson anför.

Mitt förslag

Jag föreslår att utredningen (I 1985:04) rörande ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv får i uppdrag att beskriva och analysera utfallet av ett tiotal större företagsförvärv och fusioner i svenskt näringsliv.

Bakgrund

Företagsförvärv och fusioner har, med varierande intensitet alltid förekommit i det svenska näringslivet. Bland aktiemarknadsföretagen har under senare år en betydande ökning av förvärvs- och fusionsaktiviteten kunnat noteras och mycket tyder på att storleken på de inblandade företagen ökat. Denna utveckling har varit särskilt påtaglig under det senaste halvåret.

Förvärv och fusioner kan genomföras exempelvis i syfte att uppnå stor-driftsfördelar i produktion, distribution eller forskning och utveckling. Andra motiv kan vara att skaffa sig större andelar på inhemska eller utländska marknader. Förvärv och fusioner kan även motiveras av riskspridningsskäl.

I grunden är företagsuppköp ett resultat av att olika aktörer på marknaden värderar och avser att utnyttja företagets tillgångar på olika sätt. Detta kan ibland leda till att finansiella eller fasta realiserbara tillgångar frigörs ur det förvärvade företaget och används för andra investeringar eller för utdelning till aktieägare. Förvärven kan också helt eller delvis vara resultat av skattemässiga överväganden. Företag med stora vinster kan exempelvis vara intresserade av att förvärva företag med ackumulerade förlustavdrag som kan utnyttjas för att reducera den egna beskattningsbara vinsten.

Att företag byter ägare är ett vanligt inslag i en marknadsekonomi där flertalet större bolag låtit börsnotera sina aktier. Det kan också vara ett viktigt led i näringslivets struktumvandling, förnyelse och tillväxt. Resultatet av förvärven kan emellertid i vissa fall bli en försämrad samhälls-ekonomisk effektivitet. Förvärven kan exempelvis medföra en försvagad konkurrens mellan företagen på produktmarknaden med höjda priser och välfärdsförluster för konsumenterna som följd. Konkurrenslagen (1982:729) innehåller särskilda regler om företagsförvärv på den svenska marknaden. Förvärv som leder till att ett företag får en dominerande ställning på marknaden kan prövas av näringsfrihetsombudsmannen och i sista instans av marknadsdomstolen. Lagen är av förhandlingskaraktär. Näringsfrihets-

ombudsmannen (NO) och statens pris- och kartellnämnd (SPK) följer som underlag för sin prövning frågor som rör marknadskoncentrationen i Sverige.

Utländska investeringar i Sverige och svenska företags investeringar i utlandet ger svensk industri tillgång till bl. a. utländska produkt- och finansmarknader samt avancerad teknik. Internationella investeringar kan emellertid också leda till ett internationellt beroende. Regeringen har bemyndigat mig att tillkalla en särskild utredare för att kartlägga utvecklingen i vissa av de svenska företag som förvärvats av utländska intressen. Den s. k. företagsförvärvsutredningen (I 1986:02) skall redovisa sitt arbete under slutet av år 1988. Kontrollen av utländska förvärv av svenska företag regleras i den s. k. företagsförvärvslagen (1982:617). I prop. 1986/87:74 redovisade jag grunderna för att bevilja tillstånd enligt företagsförvärvslagen. Redovisningen antogs utan erinran av riksdagen (NU 30, rskr. 271).

I maj 1985 tillkallade jag efter regeringens bemyndigande en parlamentarisk kommitté med uppgift att utreda ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv. Den s. k. ägarutredningen skall kartlägga förändringar i ägar- och inflytandestrukturen under den senaste tioårsperioden, analysera orsakerna till dessa förändringar samt analysera effekterna av förändringarna på enskilda företags effektivitet, kapitalförsörjningen inom industrin och fördelningen av kapital mellan branscher och företag. I ägarutredningens uppdrag att analysera effekter av ägarstrukturförändringar i det svenska näringslivet ingår således redan i dag företagsförvärv och fusioner. Utredningen skall avlämna sitt huvudbetänkande hösten 1988.

Mot bakgrund av vad jag tidigare sagt angående utvecklingen av företagsförvärven under senare år anser jag emellertid att det finns behov av att på en mer detaljerad nivå beskriva motiven bakom och konsekvenserna av några större företagsförvärv och fusioner i svenskt näringsliv. Med utgångspunkt i den metod och de resultat som ägarutredningen presenterar i sitt huvudbetänkande bör utredningen närmare analysera ett tiotal förvärv eller fusioner i näringslivet.

Utredningsuppdraget

Utredningen skall inledningsvis översiktligt kartlägga förvärv och fusioner under 1980-talet. Möjlighet finns därvid att utnyttja bl. a. SPK:s uppgifter om företagsförvärv och insamlat material i samband med en kartläggning från statens industriverk om uppköp av familjeägda företag (SIND 1986:5) samt statens industriverks analyser av storföretagens utveckling.

Utredningens huvudsakliga uppgift skall vara att i fallstudier behandla ett tiotal större förvärv och fusioner. En första del i dessa fallstudier bör vara att redovisa de motiv som anförts till förvärven. Särskild vikt bör därvid läggas vid skattemässiga motiv. Uppgifter om förvärvs- och fusionsmotiven skall i möjligaste mån hämtas direkt från inblandade parter och från fristående bedömare som deltagit i eller analyserat de enskilda fallen. Källor för detta kan vara uttalanden och analyser i tidskrifter, årsredovisningar, emis-

sionsprospekt samt intervjuer, enkäter m. m.

Som ett andra led i fallstudierna skall förvärvens konsekvenser på olika nivåer i samhället och i olika tidsperspektiv belysas. Utredningen skall kartlägga utvecklingen efter förvärven och ställa denna mot de bedömningar som gjordes före förvärven. Utredningen skall också kartlägga bl. a. produktions- och sysselsättningsutvecklingen i de enheter som avyttrades eller gavs låg prioritet inom den nya företagsstrukturen. I det sammanhanget bör också belysas huruvida finansieringsbilden i de inblandade företagen förändrats på ett sätt som kan stå i strid med en långsiktigt gynnsam industriell och kommersiell struktur. Även i denna del kan utredningen utnyttja den typ av källmaterial som används för att identifiera motiven.

Utredningen bör vidare belysa i vilken utsträckning NO och SPK i enlighet med gällande regler påverkat utvecklingen i samband med förvärven och fusionerna.

Uppdraget skall avslutas med en samlad analys mot bakgrund av de studerade fallen, varvid kommittén, om den finner anledning till detta, bör ange de områden inom vilka en översyn av gällande regler bör företas.

Frågan om en maktkoncentration i samhället i ett allmänt medborgarperspektiv utreds av den s. k. maktutredningen (Ju 1985:02) och skall därför inte behandlas inom ramen för ägarutredningens arbete.

Vid genomförande av fallstudierna kan utredningen repliera bl. a. på de utredningsresurser som finns vid statens industriverk. Regeringen bör därför lämna utrymme för detta i den utredningsplan för budgetåret 1988/89 som regeringen senare fastställer för statens industriverk.

Utredningen bör i sitt arbete samråda med pågående skatteutredningar, företagsförvärvsutredningen, maktutredningen, näringsfrihetsombudsmanen och statens pris- och kartellnämnd.

Uppdraget bör redovisas senast den 30 juni 1989.

Hemställan

Jag hemställer att regeringen uppdrar åt utredningen (I 1985:04) rörande ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv att, efter avlämnande av sitt huvudbetänkande, komplettera sitt arbete i enlighet med vad jag nu har anfört.

Beslut

Regeringen ansluter sig till föredragandens överväganden och bifaller hans hemställan.

Statens offentliga utredningar 1988

Kronologisk förteckning

1. Översyn av utlänningslagsstiftningen. A.
2. Kortare väntan. A.
3. Arbetsolycka - "olycka" eller arbetsmiljöbrott? A.
4. Kunskapsöverföring genom företagsutveckling. UD.
5. Samerätt och sameting. Ju.
6. Provning och kontroll i internationell samverkan. I.
7. Frihet från ansvar. Ju.
8. En ny skyddslag. Fö.
9. Sverigeinformation och kultursamarbete. UD.
10. Rätt adress. Fi.
11. Öppenhet och minne. U.
12. Civil personal i försvaret. Fö.
13. Handel med optioner och terminer. Fi.
14. Översyn av bostadsrättslagen. Bo.
15. Medborgarkommissionens rapport om svensk vapenexport. SB.
16. SÄPO-Säkerhetspolisens inriktning och organisation. Ju.
17. Reklamskatten. Fi.
18. Rapport av den parlamentariska kommissionen med anledning av mordet på Olof Palme. Ju.
19. U-lands- och biståndsinformation. UD.
20. En förändrad ansvarsfördelning och styrning på skolområdet. U.
21. Ny taxeringslag - Reformerad skatteprocess. Del 1. Fi.
22. Ny taxeringslag - Reformerad skatteprocess. Del 2. Fi.
23. SIESTA - Ett internationellt institut för värdering av miljöriktig teknik. UD.
24. Lotteri i radio och TV. U.
25. Förnyelse och utveckling. C.
26. Frikommunförsöket. C.
27. Lönegarantin och förmånsrättsordningen - om lönegarantins betydelse för det ökade antalet företagskonkurser. A.
28. Videovåld II - förslag till åtgärder. U.
29. Förnyelse av kreditmarknaden. Fi.
30. Arbetsdomstolen. A.
31. Översyn av upphovsrättslagstiftningen. Delbetänkande 4. Ju.
32. Läge för vindkraft. Bo.
33. Släpp kopiorna fria. Fi.
34. Dalälven - en miljösatning. ME.
35. Offentlig lönestatistik. Behov och produktionsformer. Fi.
36. Effektiv statlig lokalförsörjning. Fi.
37. Statens ansvar för spridning och visning av värdefull film. U.
38. Ägande och inflytande i svenskt näringsliv. I.

Statens offentliga utredningar 1988

Systematisk förteckning

Statsrådsberedningen

Medborgarkommissionens rapport om svensk vapen-export. [15]

Justitiedepartementet

Samerätt och sameting. [5]

Frihet från ansvar. [7]

SÄPO-Säkerhetspolisens inriktning och organisation. [16]

Rapport av den parlamentariska kommissionen med anledning av mordet på Olof Palme. [18]

Översyn av upphovsrättslagstiftningen. Delbetänkande 4. [31]

Utrikesdepartementet

Kunskapsöverföring genom företagsutveckling. [4]

Sverigeinformation och kultursamarbete. [9]

U-lands- och biståndsinformation. [19]

SIIESTA - Ett internationellt institut för värdering av miljöriktig teknik. [23]

Försvarsdepartementet

En ny skyddslag. [8]

Civil personal i försvaret. [12]

Finansdepartementet

Rätt adress. [10]

Handel med optioner och terminer. [13]

Reklamskatten. [17]

Ny taxeringslag - Reformerad skatteprocess. Del 1. [21]

Ny taxeringslag - Reformerad skatteprocess. Del 2. [22]

Förnyelse av kreditmarknaden. [29]

Släpp kopiorna fria. [33]

Offentlig lönestatistik. Behov och produktionsformer. [35]

Effektiv statlig lokalförsörjning. [36]

Utbildningsdepartementet

Öppenhet och minne. [11]

En förändrad ansvarsfördelning och styrning på skolområdet. [20]

Lotteri i radio och TV. [24]

Videovåld II - förslag till åtgärder. [28]

Statens ansvar för spridning och visning av värdefull film. [37]

Arbetsmarknadsdepartementet

Översyn av utlänningslagstiftningen. [1]

Kortare väntan. [2]

Arbetsolycka - "olycka" eller arbetsmiljöbrott?[3]

Lönegarantin och förmånsrättsordningen - om lönegarantins betydelse för det ökade antalet företagskonkurser. [27]

Arbetsdomstolen. [30]

Bostadsdepartementet

Översyn av bostadsrättslagen m.m. [14]

Läge för vindkraft. [32]

Industridepartementet

Provning och kontroll i internationell samverkan. [6]

Ägande och inflytande i svenskt näringsliv. [38]

Civildepartementet

Förnyelse och utveckling. [25]

Frikommunförsöket. [26]

Miljö- och Energidepartementet

Dalälven - en miljösatning. [34]

KUNGL. BIBL.

1988-11-25

STOCKHOLM



ALLMÄNNA FÖRLAGET

ISBN 91-38-10189-0
ISSN 0375-250X