ÄGANDE OCH INFLYTANDE I SVENSKT NÄRINGSLIV

BILAGA 12

Ägarna och kontrollen över företaget –

Ur KB:s samlingar
Digitaliserad år 2015
KUNGL. BIBLIOTEKET
National Library of Sweden

SOU 1988:38

En expertrapport från ägarutredningen

ÄGANDE OCH INFLYTANDE I SVENSKT NÄRINGSLIV

BILAGA 12

Ägarna och kontrollen över företaget – en jämförande studie av sex länders finansiella system

SOU 1988:38

En expertrapport från ägarutredningen

Ref

Statens offentliga utredningar
1988:38
Industridepartementet

Ägande och inflytande i svenskt näringsliv

Bilaga 12

Ägarna och kontrollen över företaget – en jämförande studie av sex länders finansiella system

av *Erik Berglöf*

En expertrapport från 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)

Graphic Systems AB, Stockholm 1988

ISBN 91-38-10199-8
ISSN 0375-250X

Ägarutredningens förord

Ägarutredningen erhöll sommaren 1985 regeringens uppdrag att kartlägga förändringar i det svenska näringslivets ägar- och inflytandestruktur, att analysera förändringarnas orsaker och diskutera deras effekter. Som underlag för detta arbete har utredningen låtit forskare och experter utanför utredningens sekretariat genomföra ett antal studier. Huvuddelen av dessa publiceras i föreliggande form. Rapporterna har presenterats för utredningen, men författarna svarar själva för innehållet.

Stockholm i oktober 1988

Lennart Pettersson
ordförande

Rolf Skog
sekreterare

Innehåll

Förord 7

1. *Inledning* 9
   1.1 Det historiska perspektivet 9
   1.2 Det internationella perspektivet 12
   1.3 Syfte och avgränsningar 13
   1.4 Den jämförande metoden 14
   1.5 Begreppet ägande 15
   1.6 Rapportens disposition 16

2. *Ägarnas roller i företaget* 19
   2.1 Företaget – en uppsättning kontrakt 19
   2.2 Företagets kapitalförsörjare 22
      2.2.1 Långivare 22
      2.2.2 Ägare 23
   2.3 Ägarroller i företaget 24
      2.3.1 Kapitalförsörjarrollen 26
      2.3.2 Riskbärarrollen 26
      2.3.3 Övervakarrollen 26
      2.3.4 Entreprenörsrollen 27
   2.4 De fyra rollerna – en utvärdering 28
   2.5 Behov av information 31
   2.6 Incitament att samla information 32
   2.7 Varför skall ägarna ha kontrollen? 33
   2.8 Externa övervakningsmekanismer 34
   2.9 Entreprenören och placeraren – två ägartyper 35
   2.10 Sammanfattning 37

3. *Ägarna och det finansiella systemet* 39
   3.1 Det finansiella systemet 39
   3.2 Finansiella instrument 42
   3.3 Finansiella institutioner 42
   3.4 Finansiella institutioner som ägare 45
   3.5 De finansiella systemens framväxt 46
   3.6 Bank- och marknadsorienterade system 47
   3.7 Sammanfattning 52

4. *Sex länders finansiella system* 53
   4.1 Systemens omfattning 54
   4.2 Systemens struktur 56
   4.3 Marknadernas roll i företagens finansiering 61
   4.4 Företagens kapitalstruktur 69
   4.5 Relationen långivare – låntagare 74
   4.6 Sammanfattning 75

5. *Ägandet i näringslivet* 77
5.1 Fördelningen av de finansiella tillgångarna 81
5.2 Portföljsammansättningen 83
5.3 Fördelningen av aktieägandet 85
5.3.1 Total aktiestock 85
5.3.2 Aktier i börsnoterade företag 88
5.4 Finansiella institutioners ägande 91
5.5 Sammanfattning 95

6. *Ägarstrukturen i enskilda företag* 97
6.1 Ägarstrukturen i de tio största företagen 98
6.2 Ägarstrukturen i samtliga storföretag 99
6.2.1 Koncentrationen i ägarstrukturen 102
6.2.2 Ägarkoncentrationens förändring över tiden 104
6.2.3 De kontrollerande ägarna 109
6.3 Ägarstrukturen i västtyska företag 112
6.3.1 Hushållens ägande 113
6.3.2 Institutionellt ägande 114
6.4 Ägarstrukturen i japanska företag 117
6.4.1 Hushållens ägande 117
6.4.2 Institutionellt ägande 118
6.5 Ägarstrukturen i amerikanska företag 121
6.5.1 Hushållens ägande 121
6.5.2 Institutionellt ägande 124
6.6 Sammanfattning 125

7. *Ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå – de finansiella och industriella grupperna i Japan* 127
7.1 Ägande- och kontrollstrukturer i teorin 127
7.2 Förekomsten av ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå 128
7.3 Finansiella och industriella grupper i Japan 129
7.3.1 De finansiella grupperna 129
7.3.2 De industriella grupperna 136
7.4 Ekonomiska konsekvenser av de finansiella och industriella grupperna 137
7.5 Förklaringar till de finansiella och industriella gruppernas framväxt 139
7.5.1 Kapitalförsörjarrollen 140
7.5.2 Riskbärarrollen 140
7.5.3 Övervakarrollen 141
7.5.4 Entreprenörsrollen 142
7.6 Sammanfattning 143

8. *Ägarstrukturen och företagets resultat* 145
8.1 Sambandet ägarstruktur–företagets resultat 146
8.2 Ägarstrukturens sammansättning – resultat 149
8.3 Sambandet företag – ägarstruktur 150
8.4 Sammanfattning 150

9. *Sammanfattning och diskussion* 153
9.1 Sammanfattning 153
9.1.1 Teori 153
9.1.2 Empiri 156
9.2 Diskussion av ekonomiska konsekvenser 159
9.2.1 Hur skall systemen utvärderas? 162
9.2.2 Ett försök till utvärdering 163
9.3 Effekter av förändringar i systemen 167
9.4 Implikationer för den svenska debatten 169
9.4.1 Sverige – ett bankorienterat system 170
9.4.2 Systemskifte 171

Bilaga till kapitel 4: Tabell 4.12 a–e 175

Bilaga till kapitel 5: Tabell 5.12 181

Bilaga till kapitel 6: Tabell 6.1–6.6 samt 6.22–6.27 183

Bilaga till kapitel 7: Figur 7.2–7.3 207

Bilaga till kapitel 8: Tabell 8.1 209

Referenslista 213

FÖRORD

Denna rapport är författad för Ägarutredningen (I1985:04). Den summerar och vidareutvecklar tre översikter över enskilda länder som författaren skrivit för utredningen. Studien syftar till att utifrån existerande litteratur och forskning kartlägga ägarstrukturen i fem större industriländer utanför Norden. Genomgången skulle, enligt direktiven, omfatta tre huvudområden:

(1) Ägarstrukturens förändring i ett historiskt perspektiv.

(2) En ingående beskrivning av den aktuella ägarstrukturen med avseende på bl a institutionellt ägande, ömsesidigt ägande och andra ´inlåsningsmekanismer´.

(3) En redovisning av möjliga orsaker till förändringar i ägandestruktur. Speciell uppmärksamhet riktas mot institutionella faktorers betydelse.

I uppdraget ingår också att ´redovisa relevant forskning i nämnda länder om orsaker till och effekter av förändringar i ägarstrukturen´.

Ett överordnat syfte med denna jämförande studie är att sätta in den svenska ägande- och kontrollstrukturen i ett internationellt sammanhang. De senaste årens ägarförändringar i Sverige saknar, enligt många, motstycke i vår efterkrigshistoria. Det är min förhoppning att denna studie av andra länders erfarenheter skall bidra till förståelsen av den svenska utvecklingen.

Studien är ett led i författarens avhandlingsarbete på Institutet för internationellt företagande (Institute of International Business (IIB)) vid Handelshögskolan i Stockholm. Humanistisk-samhällsvetenskapliga forskingsrådet (HSFR) stöder generöst mitt forsknings projekt.

Det är många som under arbetets gång delat med sig av sina kunskaper och sin tid. Särskilt tacksam är jag mot mina handledare professor Gunnar Hedlund och docent Staffan Viotti. Den förre har under hela projektet givit mig värdefullt stöd. Den senare har med sparsmakade kommentarer under arbetets senare del förhöjt kvaliteten påtagligt. Watanabe Shuichiro har varit en utomordentlig hjälp och följeslagare i insamling och bearbetning av statistik. Dr Kristian Rydqvist har fungerat som en viktig inspiratör och samtalspartner. Professor Colin Mayer kom tyvärr in i ett allt för sent skede för att direkt kunna påverka skriftens innehåll, men hans råd har ändock varit av stort värde.

Många värdefulla synpunkter har också kommit från Rolf Skog och Mats Isaksson vid utredningens sekretariat. De har med ett sällsynt tålamod kommenterat rapporten i olika versioner. Även docent Ingemund Hägg och diskussionerna inom ramen för SNS ägarprojekt har varit betydelsefulla för arbetet, liksom kollegorna på institutet.

Några personer har huvudsakligen varit inblandade i de enskilda översikterna. När det gäller den japanska studien har jag fått särskild hjälp av min kollega Ådne Kverneland samt av Kutoba Masuhiko (Keidanren), Yokohawa Hiroshi (MITI) och Morishita Tadayuki (Japan Center for International Finance). Dr Wolf Schmittberger och hans kollegor vid Monopolkommission i Köln har bistått mig i den västtyska studien. De fel och brister som på ett eller annat sätt lyckats undgå dessa kritiskt granskande ögon bär jag dock själv ansvaret för.

Jag vill också rikta särskilda tack till Vanja Ekberg, Helena Engström och Robert Nobel för deras hjälp med utskriften av denna rapport.

Stockholm den 6 september 1988

Erik Berglöf

1 INLEDNING

Ägarstrukturen i det svenska näringslivet har under det senaste decenniet genomgått sin, enligt många bedömare, mest genomgripande omdaning sedan Kreuger-kraschen och 1930-talets krisår. Institutionernas andel av aktiestocken har ökat markant på bekostnad av hushållens. Ägarstrukturen i de enskilda storföretagen har koncentrerats samtidigt som en våg av företagssammanslagningar och maktkamper mellan ägare svept genom svenskt näringsliv.

Parallellt med förändringarna i ägarstrukturen har Stockholms fondbörs expanderat kraftigt, och en rad nya värdepappersmarknader har vuxit fram. Flera andra industriländer har genomgått en snarlik utveckling. Vitaliseringen av kapitalmarknaderna har i grunden förändrat villkoren för företagens finansiering och rollfördelningen mellan finansiärerna. Detta gäller inte minst ägarnas roll i företaget. Det är detta samband mellan det finansiella systemets utformning och fördelningen av ägande och inflytande mellan företagets finansiärer som står i centrum för denna rapport.

1.1 Det historiska perspektivet

Sett över en längre tidsperiod och i ett vidare internationellt perspektiv är för ändringarna i finansieringssystemet och ägande- och kontrollstrukturen i näringslivet än mer genomgripande. Framväxten av det moderna industriföretaget har inneburit en långtgående omdaning av ägarrollen. Den industriella utvecklingen har följt skilda utvecklingsförlopp och tagit sig skiftande uttryck i de kapitalistiska länderna. Det är ändå möjligt att i grova drag urskilja tre, för de flesta länder gemensamma, faser i industrialiseringsprocessen: ägarkapitalism, entreprenörskapitalism och företagsledarkapitalism.

Under ägarkapitalismen var ägaren och företagsledaren en och samma person. Han svarade för en rad viktiga funktioner förknippade med användningen av kapital i näringslivet. Han bidrog med riskvilligt kapital; han fördelade detta och eventuellt lånat kapital mellan användningar i företaget och ibland mellan företag han ägde; han övervakade att det investerade kapitalet användes i enlighet med hans önskemål.

Den fas av kapitalismens utveckling som brukar benämnas entreprenörskapitalism kännetecknas av att personer (entreprenörer) med affärsidéer, ofta tekniska innovationer, startade egna företag. De kunde som regel inte ensamma finansiera sina projekt och blev därför beroende av riskkapital från externa källor.

I de traditionellt ägarkontrollerade företagen ledde den tilltagande stordriften och det växande kapitalbehovet till att ägande och kontroll gradvis separerades. En vidgad kapitalbas ökade kostnaderna för bibehållen kontroll. Åtskillnaden mellan ägande och kontroll främjades också av en rad innovationer på de organisatoriska området (bla framväxten av det divisionaliserade företaget och utvecklingen av formella kontrollsystem) och av

finansieringssystemets utveckling. Det vakuum som uppstod när ägarna och entreprenörerna gradvis skildes från kontrollen fylldes av professionella företagsledare. Denna nya fas i utvecklingen har kallats företagsledarkapitalism.

Den bakomliggande kraften till den ovan beskrivna utvecklingen, en strävan mot allt större och effektivare produktion, har varit gemensam för de kapitalistiska länderna. Stordrift och specialisering har gradvis skiljt ägarna från kontrollen i företagen. Dessa krafter har emellertid, i ett komplext samspel med det omgivande finansiella systemet, givit upphov till mycket varierande ägande- och kontrollstrukturer.

En ansenlig litteratur har diskuterat de ekonomiska konsekvenserna av åtskillnaden mellan ägande och kontroll. I sitt inflytelserika verk The Modern Corporation and Private Property (1932) noterade Adolf Berle och Gardiner Means hur ägarna förlorat kontrollen över företagsledningen. Denna bok kom att ligga till grund för "managerial" skolan som diskuterar effekterna av företagsledarnas växande inflytande. Berle och Means såg med oro på framväxten av de kallade en ny klass som agerade utifrån sina egna intressen snarare än ägarnas.

Ett knappt decennium före Berle och Means hade Thorstein Veblen i The Engineers and the Price System (1924) gjort samma iakttagelse. Han såg emellertid konsekvenserna som gynnsamma. De nya företagsledarna skulle motverka monopoltendenserna i näringslivet och höja effektiviteten i produktionen. John Kenneth Galbraith, en av Veblens lärjungar, varnade emellertid i The New Industrial State (1967) för framväxten av en "företagsteknokrati", vars primära intresse var tillväxt snarare än vinstmaximering.

Schumpeter har i sitt klassiska verk Capitalism, Socialism and Democracy (1943) beskrivit samma utvecklingsprocess som att "ägandets materiella substans förflyktigats". Hans analys av ägarnas roll tog sin utgångspunkt i den klassiske entreprenören, vars uppgift var att ständigt förändra produktionsmönstret genom att utveckla nya produkter och nya tekniska möjligheter.

Schumpeter varnade för att entreprenörens sociala roll alltmer kommit att byråkratiseras inom ramen för de stora industriföretagen. Den ursprunglige ägaren - och därmed ägandets materiella substans - hade försvunnit. Han hade ersatts av en konstellation av företagsledning och aktieägare. Företagets ledning och de stora aktieägarna hade inte samma intresse av att vidmakthålla ägandeinstitutionen. De små ägarna kom snarare, enligt Schumpeter, att ha en antagonistisk inställning gentemot de stora industrikoncernerna.

Berle & Means liksom Schumpeters arbeten har givit upphov till en omfattande litteratur som försökt fastställa i vilken utsträckning ägandet verkligen skiljts från kontrollen i näringslivet. Berle & Means slutsatser har inte fått stå oemotsagda. Kritiken har gällt såväl giltigheten i deras observationer som analysen av konsekvenserna. De flesta torde dock vara överens om att

ägarnas inflytande över företagen minskat med det moderna industriföretagets framväxt.

Inom den s k "Finanzkapital"-skolan har hävdats att separationen ej varit så långtgående och framför allt inte fått de konsekvenser som Berle och Means förutskickade (se bl a Hilferding, 1968 och Mandel, 1969). De förnekar inte att viss delegering ägt rum, men ägarna har bibehållit sin rätt att intervenera, i synnerhet i beslut av strategisk natur. Dessa ekonomer har istället koncentrerat intresset till den tilltagande koncentrationen och monopoliseringen i näringslivet. De har intresserat sig särskilt för vad de benämner finanskapital, d v s kapital som inte är knutet till någon särskild verksamhet inom näringslivet. Den empiriska- forskningen inom denna tradition har i stor utsträckning ägnats åt att kartlägga och förstå samordning ovanför det enskilda företagets nivå.

Få torde emellertid ifrågasätta att ägandeinstitutionen genomgått grundläggande förändringar under kapitalismens tidsålder. De främsta drivkrafterna har varit det moderna industriföretagets framväxt och den tilltagande institutionaliseringen av samhällsekonomin. Scott (1977) delar upp den kapitalistiska epoken i två faser - tidig och sen kapitalism - och beskriver utvecklingen som en förändring i tonvikt längs flera dimensioner.

Ägandets juridiska status har förändrats. Under den tidiga kapitalismen såg lagstiftningen ägandet primärt som ett sätt att skydda den egna egendomen och utestänga andra från att bruka den. (jfr "inhängnadsrörelsen" i Storbritannien som syftade som syftade till att avskärma ägorna). Senkapitalismens juridiska syn betonar flera intressenters delaktighet i förvaltandet av egendomen (jfr det moderna industriföretaget med bl a en stark, från ägarna relativt oberoende, ledning och inflytelserika fackföreningar och som är kringgärdat av en välutvecklad lagstiftning).

Ägandets dominerande sociala relation har, enligt Scott, förändrats från personlig till opersonlig besittning. En allt större del av de samlade resurserna ägs idag av institutioner. Den strategiska kontrollen har flyttats från privatägaren till en uppsättning intressenter. Ägarkapitalismens finansiering med personligt kapital har ersatts av finanskapital med ett starkt inslag av finansiella institutioner. Marknadsstrukturen har under kapitalismens epok gått från konkurrens med många små företag till fåtalskonkurrens.

Det är viktigt att ha dessa genomgripande förändringar i minnet när man diskuterar ägandeinstitutionen och ägarnas roll i ekonomin. Dessa är inte en gång för alla givna utan påverkas av det omgivande samhällets utveckling. De varierar också kraftigt mellan olika länder.

1.2 Det internationella perspektivet

Det är uppenbart att dessa förändringar i ägandet har samverkat med en omdaning i de finansiella systemens funktionssätt och arbetsfördelningen mellan aktörerna. Denna utvecklingsprocess har inte skett samtidigt och inte heller följt samma förlopp i de kapitalistiska industriländerna. Trots vissa gemensamma drag går ländernas historiska erfarenheter starkt isär.

Storbritannien industrialiserades redan i slutet av 1700-talet. Frankrike följde tre decennier senare och först vid mitten av 1800-talet inleddes samma process i Förenta staterna och Tyskland. Japan, liksom Sverige, utvecklades relativt sent, inte förrän mot slutet av seklet. I vissa länder, exempelvis Tyskland, växte stora, diversifierade och vertikalt integrerade företag fram redan i ett tidigt skede av industrialiseringsprocessen. I andra länder inleddes diversifieringen och den vertikala integrationen senare. I Japan är företagen alltjämt förhållandevis litet diversifierade och integrerade. Detta kompenseras, som kommer att framgå, av skilda typer av band mellan formellt fristående företag.

Finansieringsmönstren i industrialiseringsprocessens första faser skiljer sig också åt mellan länderna. Den industriella utvecklingen i Förenta staterna och Storbritannien finansierades i huvudsak med hjälp av ägarkapital. I Japan, Västtyskland och Frankrike var inslaget av statlig inblandning och finansiering via banklån väsentligt starkare. Sverige följde i huvudsak det senare mönstret, men statens roll var mer begränsad.

Utvecklingen har i samtliga länder haft ett ryckigt förlopp, perioder av snabb tillväxt har avlösts av perioder av stagnation. Särskilt ojämn har utvecklingen varit i länder som drabbats av de två världskrigen. Efter andra världskriget hade framför allt Förenta staterna, men också Storbritannien, relativt intakta ekonomier med näringsliv inriktade på krigsproduktion och med välutbyggda kapitalmarknader. Frankrike, Japan och Västtyskland stod inför ett betydande återuppbyggnadsarbete.

De institutionella arrangemang som växte fram i industrialiseringens begynnelse och som formades av andra världskrigets följdverkningar sätter alltjämt sin prägel på företagens finansiering i respektive land. De finansiella system vi ser idag omspänner ett brett spektrum av institutionella arrangemang. De faller i grova drag inom två huvudkategorier: bank- och marknadsorienterade system. De två systemtyperna representerar i flera avseenden fundamentalt olika mekanismer för överföringen av kapital från de ursprungliga spararna till de investerande företagen och för fördelningen av risk i samhället. Dessa skillnader är av stort teoretiskt och praktiskt intresse. De utnyttjas här för att belysa sambandet mellan utformningen av ett lands finansiella system och ägande- och kontrollstrukturen i dess näringsliv.

1.3 Syfte och avgränsningar

Denna rapport syftar till att utifrån ett internationellt och, om än kort, historiskt perspektiv belysa några centrala frågeställningar avseende ägarnas roll i företaget och arbetsfördelningen mellan ägare och övriga finansiärer i en kapitalistisk ekonomi. Intresset fokuseras till betydelsen av det finansiella systemets utformning för företagets ägande- och kontrollstruktur. Den översiktliga karaktären har präglats av önskemålen från beställaren, Ägarutredningen (1985:04), medan den mer konkreta inriktningen i hög grad styrts av författarens eget intresse för jämförande studier av finansiella system.

Trots ambitionen att omspänna ett brett spektrum av frågeställningar har det begränsade utrymmet gjort en rad avgränsningar nödvändiga. Den förmodligen viktigaste ligger redan i syftesformuleringen. Vi bortser från de aspekter av ägande som inte är relaterade till företagssektorn och ser i första hand till effekter på företagsnivå. Det är vidare främst det privata, snarare än det statliga och kooperativa, ägandet som intresserar oss här. Fokuseringen till det finansiella systemet tonar ned de reala aspekterna av företagets verksamhet - produktionen, marknadsföring, forskning och utveckling, etc. Nedtoningen innebär emellertid inte att vi helt bortser från den reala sidan. Det är, som vi skall se, tvärtom just i kopplingen mellan företagets finansiering och dess investeringar i realkapital som ägarnas kanske viktigaste funktion växer fram.

Framställningen utesluter också den del av litteraturen som söker förklara varför företag uppstår och vad som bestämmer deras utbredning. Företagets existens och omfattning tas för givna. Tyngdpunkten för rapportens teoretiska del har lagts vid den moderna kapitalmarknadsteorin och äganderättslitteraturen. Därmed har några teoritraditioner och forskningsriktningar som omfattas av vårt syfte blivit styvmoderligt behandlade. Det gäller framför allt den mer historiskt inriktade ekonomiska litteraturen. Framställningen berör vidare endast marginellt den tidigare refererade "managerial"-skolan samt den likaledes nämnda "Finanzkapital"- litteraturen.

Det historiska perspektivet i skriften är kort. Rapporten omfattar som regel utvecklingen under 1970- och 1980-talen men ibland också hela efterkrigstiden. I några fall sträcker sig tillbakablicken bortom andra världskriget.

Den internationella jämförelsen har begränsats till sex länder - fem stora kapitalistiska industriländer (Förenta Staterna, Japan, Västtyskland, Frankrike och Storbritannien) samt Sverige. Det sistnämnda landet har tjänstgjort som en naturlig referenspunkt. Här har också förtrogenheten med data varit störst. Valet av övriga fem länder styrdes förutom av deras storlek också av att de representerar olika institutionella lösningar. Förenta Staternas och Storbritanniens finansiella system klassificeras normalt som marknadsorienterade medan Frankrike, Japan och Västtyskland betraktas som bankorienterade. De sex länderna har fått en något oproportionerlig behandling i skriften. Förenta

Staterna, Japan och Västtyskland ägnas mer utrymme än Storbritannien och Frankrike. De tre förstnämnda har diskuterats i separata förstudier vilka till valda delar integrerats i denna rapport (Berglöf, 1986 a, b och c).

TABELL 1.1 NÅGRA EKONOMISKA DATA FÖR SEX INDUSTRILÄNDER

	Nationalinkomst per capita (1) (USD)	Tillväxt 1960-83 (procent)	Export i procent av nationalinkomst(1)	Offentlig konsumtion i procent av nationalinkomst(1)	Konsumentpriserna (procentuell ökning 1976-1985)
Frankrike	9 251	4,4	25	16	137
Förenta Staterna	16 494	3,4	7	18	89
Japan	10 997	7,1	15	10	44
Storbritannien	7 943	2,2	29	21	137
Sverige	14 195	2,8	35	27	130
Västtyskland	10 243	3,5	33	20	41

Not: (1) Baserad på löpande priser och växelkurser 1985

Källor: OECD National Accounts, 1960-1985
Year Book of Labour Statistics, 1986, ILO

1.4 Den jämförande metoden

En viktig begränsning för studien ligger också i den använda metoden. Ett studium av ägande och kontroll kan ske med olika utgångspunkter. Denna rapport anlägger ett jämförande ekonomiskt perspektiv. Den skiljer sig därmed från den traditionella ekonomiska studien vilken i regel begränsar sig till ett land för att hålla konstant en rad svårmätbara omgivningsfaktorer, såsom historisk bakgrund, kulturella särdrag och socioekonomiska förhållanden av betydelse för ekonomins funktionssätt. Jämförelser mellan länder och över tiden ökar variationen och minskar möjligheterna att kontrollera för störande variabler.

I den ökade variationen ligger emellertid också den jämförande metodens styrka. Den gör det möjligt att diskutera situationer då vi har svårt att inom ramen för ett ekonomiskt system isolera inflytandet av en enskild variabel, exempelvis ägarstrukturen. Genom att analysera hur ägarstrukturens utformning hänger samman med ekonomins och företagens utveckling i stort, ges underlag för en diskussion om effekterna av olika ägarstruktur. Även orsakerna till uppkomsten av en specifik ägarstruktur kan bättre analyseras genom att jämföra länder än genom att se bara på ett land. Vi kan t ex studera situationer där samma bakgrundsvariabel, t ex en viss typ av finansiellt system, givit upphov till olika institutionella arrangemang, exempelvis olika ägande- och kontrollstrukturer i näringslivet. På motsvarande sätt kan vi analysera situationer där samma ägarstruktur vuxit fram under olika betingelser.

Möjligheterna till jämförelser mellan länder försvåras inte bara av svårmätbara omgivningsfaktorer. Tillgången på jämförbara data är ofta begränsad. Denna rapport är i huvudsak baserad på sekundärdata, främst i form av offentlig statistik och tidigare gjorda undersökningar. Tillgången på data varierar från land till land och många av uppgifterna är osäkra. Möjligheterna att direkt kontrollera uppgifterna har varit små. Ambitionen har varit att diskutera tillförlitligheten hos redovisade data i samband med att de presenteras i texten.

1.5 Begreppet ägande

Begreppet ägande är, såsom det används i dagligt tal, av underordnat intresse i ett ekonomiskt perspektiv. Man äger inte resurser, som kapital, arbetskraft eller råvaror, utan rätten att nyttja dem. Dessa s k dispositionsrätter kan indelas i två huvudkategorier: ägande- och kontrollrätter. Den förra kategorin avser rätten att uppbära inkomst från användandet av en viss resurs (liksom rätten att sälja denna rätt), medan den senare omfattar en rad rättigheter förknippade med användningen av resursen. I ett företag har innehavarna av kontrollrätter bl a rätt att övervaka och teckna avtal med dem som bidrar med resurser av olika slag. Fördelningen av dispositionsrätter kan beskrivas som ägande- och kontrollstrukturer.

Redan i den historiska återblicken konstaterades att begreppet ägande inte är föränderligt och beroende av det omgivande systemet. Jämförelser som spänner över flera ekonomiska system fordrar begrepp som inte är direkt knutna till ett enskilt system. En total utvärdering av de bank- och marknadsorienterade systemen får exempelvis inte enbart ta utgångspunkt i marknadernas funktionssätt, utan måste inbegripa också de alternativa institutionella arrangemangen i de bankorienterade systemen. Vi har valt att koncentrera jämförelsen till fördelningen av ett antal grundläggande funktioner eller roller.

En central tes i denna rapport är att ägandet inte bör studeras oberoende av det omgivande ekonomiska systemet. Strukturella likheter kan vid närmare studium visa sig vara skenbara, medan institutionella arrangemang som till det yttre framstår som

mycket olika har snarlika funktion. En viss ägande- och kontrollstruktur kan exempelvis ha helt andra förklaringar i Japan än i Sverige. De bakomliggande orsakerna till ett särskilt kontrollarrangemang i det svenska näringslivet kan på motsvarande sätt leda till andra institutionella arrangemang med snarlika effekter i en annan ekonomi. En annan risk vid jämförelser mellan länder och kulturer är att centrala begrepp inte har någon motsvarighet i ett av de jämförda systemen, eller där får en helt annan innebörd. Flera författare hävdar exempelvis att den privata äganderätten aldrig varit djupt förankrad i Japan.

1.6 Rapportens disposition

Rapporten består av två delar - en teoretisk del (kapitlen 2 och 3) samt en beskrivande del (kapitlen 4-8). Det avslutande kapitlet sammanfattar slutsatserna från tidigare kapitel och ställer teorin mot de data som presenterats.

Konventionell neoklassisk ekonomisk teori har haft förhållandevis lite att säga om hur rollfördelningen mellan ägarna och andra finansiärer förändrats över tiden och hur den varierar mellan länder. Under de två senaste decennierna har emellertid en betydelsefull utveckling ägt rum inom kapitalmarknadsteori och äganderättsteori. I de två teoretiska kapitlen presenteras några av de centrala bidragen. Kapitel 2 inriktas på rollfördelningen mellan skilda finansiärer och identifierar potentiella konflikter dem emellan. Fyra forskningsriktningar ges en summarisk presentation. De representerar olika perspektiv med delvis olika implikationer för synen på ägarnas roll i företaget. Kapitel 3 betonar beroendet mellan det finansiella systemets utformning och rollfördelningen mellan ägare och övriga finansiärer. De två typsystemen - bank- och marknadsorienterat - presenteras utförligare, och ett antal hypoteser om sambandet mellan finansiellt system och ägande- och kontrollstrukturen i näringslivet utvecklas.

I kapitel 4 beskrivs de sex studerade ländernas finansiella system utifrån officiell finansiell statistik. Särskild tonvikt läggs vid att identifiera skillnader mellan de bank- och marknadsorienterade systemen när det gäller marknadernas roll i företagens finansiering och arbetsfördelningen mellan finansiella institutioner.

I de följande tre kapitlen jämförs ägande- och kontrollstrukturen i de sex ländernas näringsliv. En sådan jämförelse kan ske på olika nivåer. Den första och kanske mest närliggande jämförelsen är förmodligen ägandestrukturen på nationsnivå mellan skilda samhällssektorer (kapitel 5). Dessa "anonyma" ägarstrukturer visar på skillnader mellan olika ägarkategoriers relativa betydelse samt pekar på tendenser i ägarstrukturens utveckling. Med hjälp av finansräkenskapsstatistik kan förändringarna delas upp i förskjutningar dels i innehaven av finansiella tillgångar mellan olika sektorer, dels i sammansättningen av enskilda sektorers portföljer av finansiella tillgångar. Jämförelser på denna nivå säger emellertid inget om relationer mellan ägare och i vilka konfigurationer ägare förekommer.

Ett sätt att gå vidare är att studera ägarstrukturen i enskilda företag. I kapitel 6 diskuteras först ägarstrukturen i de tio största företagen i alla sex länderna. Därefter redovisas ett antal studier för större urval av företag. Intresset är särskilt knutet till det ägande som syftar till kontroll över företaget. Denna jämförelse antyder ägarband också mellan företag men förmår inte säga mycket om hur sådana vidare ägande- och kontrollstrukturer är uppbyggda. Kapitel 7 fokuserar denna form av strukturer. Huvuddelen av kapitlet ägnas de principiellt intressanta finansiella och industriella grupperna i japanskt näringsliv.

I kapitel 8 redovisas studier av de ekonomiska konsekvenserna av skilda ägande- och kontrollstrukturer. Deras resultat och begränsningar diskuteras. Det avslutande kapitel 9 sammanfattar den tidigare framställningen och söker knyta ihop de teoretiska delarna med de beskrivande avsnitten. Särskilt intresse ägnas de ekonomiska egenskaperna hos de bank- och marknadsorientrade systemen.

2 ÄGARNAS ROLLER I FÖRETAGET

Ägarna spelar en rad viktiga roller i en kapitalistisk ekonomi. Det är dessa ägarroller som står i centrum för föreliggande kapitel. Utgångspunkten är det enskilda företaget sett som ett nätverk av kontrakt mellan olika intressenter. Med hjälp av kapitalmarknadsteori och äganderättsteori identifieras ett antal roller förknippade med ägarna i detta nätverk. Dessa roller analyseras med avseende på bl a behov av och incitament att insamla information.

2.1 Företaget - en uppsättning kontrakt

Näringslivet rymmer en rad olika företag. De skiljer sig från varandra ifråga om bl a storlek, verksamhetsinriktning, geografisk spridning och organisatorisk uppbyggnad. Det kan därför vara svårt att se vad det lilla konsultföretaget inom databranschen i Stockholm har gemensamt med en storkoncern som sysslar med biltillverkning i flera länder.

Ett sätt att åstadkomma jämförbarhet är att betrakta varje företag som en uppsättning kontrakt mellan olika intressenter såsom ägare, företagsledning, övriga anställda, långivare, leverantörer och kunder. Ett sådant synsätt har en rad viktiga implikationer för förståelsen av hur företag uppstår och fungerar. Företagets fysiska gestalt - fabriksbyggnader, maskinpark etc - blir då mindre betydelsefull och gränserna mellan företaget och dess omvärld suddas ut. Intresset fokuseras istället till egenskaperna hos de kontrakt - skrivna eller oskrivna - som finns mellan den juridiska fiktionen, företaget, och dess intressenter.

Kontrakten avviker i flera avseenden från varandra. Anställningskontraktet skiljer sig från leverantörens och kundens kontrakt. Långivarens skuldebrev är olikt ägarens aktiebrev. Det finns emellertid också en rad gemensamma drag. Kontrakten reglerar alla hur de skilda insatsfaktorerna - arbete, kapital, kunskap och naturresurser - skall kombineras samt hur resultatet skall fördelas. En central punkt i sammanhanget är att kontrakten som regel skrivs före (ex ante) den ekonomiska transaktion som avses. Eftersom det inte är möjligt att i kontraktet förutsäga alla framtida händelser som inverkar på kontraktsrelationen och kontraktets uppfyllelse, kommer det att återstå en viss osäkerhet.

Denna osäkerhet kan indelas i två typer: den externt betingade (genuina) osäkerhet som avser framtida händelser utanför kontraktsparternas kontroll (blir det regn i morgon eller inte) och den internt betingade osäkerhet som är avhängig kontraktsparternas handlingar (kommer motparten att leverera den utlovade varan vid utsatt tid eller ej).

Förekomsten av osäkerhet ger upphov till en ekonomisk risk som måste fördelas mellan kontraktsparterna. Den ena parten kan föredra att helt avstå från risk och få en ersättning som är oberoende av det ekonomiska resultatet, ett s k slutet kontrakt.

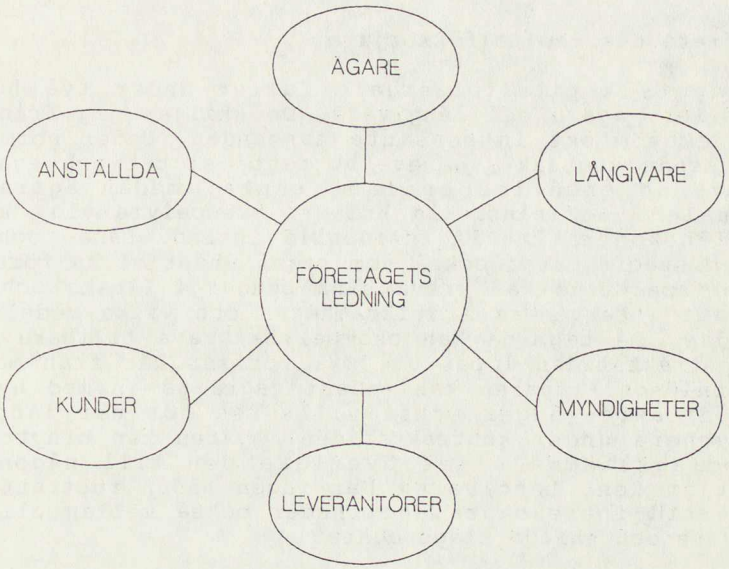
Den andra parten måste då bära hela den risk som är förknippad med transaktionen. Hans kontrakt betraktas då som öppet. I praktiken innebär de flesta kontrakt en viss risk för båda parter.

De som bär del av företagets samlade risk, d v s har öppna kontrakt delar på det över/eller underskott, residualen, som återstår sedan de slutna kontrakten och de fasta delarna av de öppna kontrakten uppfyllts. Det är, enligt teorin, detta risktagande som ger dem incitament att övervaka företagets verksamhet. Fördelningen av risk, och därmed av residualen, förutsättes idealt sett bestämmas av de inblandade parternas riskbenägenhet. I verkligheten inverkar dock en rad andra faktorer (t ex parternas förhandlingsstyrka)på denna fördelning. Det är inte heller helt enkelt att jämföra den anställde arbetarens risk med aktieägarens. En rad typfall av företag kan identifieras utifrån kontraktens utformning och hur risken fördelas mellan företagets intressenter. I det klassiska kapitalistiska företaget är ägande och kontroll samlade hos en person, ägaren-företagsledaren. Han har ensam rätt till residualen. Det företagsledarstyrda företaget kännetecknas av att ägande och kontroll helt skilts åt, men det är ägarna som bär den ekonomiska risken.

I det moderna industriföretaget (se Figur 2.1) har några intressenter slutna kontrakt, medan flera andra bär avsevärda risker i företaget. De anställda har också del i residualen, både genom överenskommelser i samband med avtalsförhandlingarna och efter kontraktskrivandet i form av exempelvis löneglidning och vinstandelssystem. Denna rapport koncentrerar sig dock till de intressenter som bidrar med kapital till företagets verksamhet - ägare och långivare.

Förekomsten av osäkerhet har ytterligare implikationer för kontraktens utformning. Kontraktsparterna kan inte reglera villkoren för alla möjliga framtida händelser. Det är därför viktigt vem som bestämmer villkoren i de icke- reglerade situationerna. Även om parterna är helt överens vid tidpunkten för kontraktsskrivandet, kan oförutsedda händelser gynna eller missgynna någon av parterna. Den gynnade parten kan utnyttja den uppkomna situationen till sin egen fördel.

FIGUR 2.1 DET MODERNA INDUSTRIFÖRETAGETS INTRESSENTER



Motsättningar mellan individers beteende ex ante och ex post är vanliga i det ekonomiska livet. Exempelvis kan företaget som söker assistens för att klara sig ur en finansiell kris, mot att de får det önskade lånet, ge banken garantier att i framtiden inte utnyttja andra banker. När krisen är överstånden kan företaget utnyttja sin förbättrade förhandlingssituation och spela ut flera banker mot varandra. På motsvarande sätt kan banken ex ante uppmuntra ett företag att genomföra en stor investering. Under investeringsskedet, innan intäkterna kommer, försämras sedan företagets förhandlingssituation, vilket banken då kan utnyttja till sin egen fördel.

Risken för sådana konflikter gör att kontraktsparterna ofta söker binda upp varandra under längre tidsperioder för att skydda sig mot att den ena parten utnyttjar sin förhandlingsstyrka för att dra fördel av oförutsedda händelser. Denna typ av uppbindning kan vara explicit genom att företaget exempelvis lånar långfristigt istället för kortfristigt och förbinder sig att inte utnyttja andra banker eller implicit i form av oskrivna förbindelser från parternas sida att fortsätta samarbeta. Dessa förbindelser kan, som vi skall se, vara mycket omfattande och långtgående.

Förekomsten av olika intressenter innebär att det inom företaget ryms flera motstridiga intressen. Koalitioner måste formas mellan och inom intressentgrupperna för att strategiska beslut skall kunna fattas i företaget. Dessa beslut sammanfattas här under benämningen produktionsbeslutet. Information skall samlas in före besluten, under tiden de verkställs samt i efterhand. I det följande skall vi se närmare på motsättningar-

na mellan företagets kapitalförsörjare och på hur koalitioner formas mellan dem. Därefter diskuteras ägarnas roller i företaget när det gäller att bära risk och samla information.

2.2 Företagets kapitalförsörjare

Företagets kapitalförsörjare faller under två huvudsakliga kategorier: ägare och långivare. De skiljer sig från varandra i flera ekonomiskt intressanta avseenden. Under normal drift är långivarnas kontrakt, generellt sett, slutet och ägarnas öppet. Långivarna erhåller en fast ränta, medan ägarna delar på residualen. I finansiella kriser, exempelvis vid konkurs, kan även lånekontraktet få residuella inslag. Låne- och ägandekontrakten specificerar också som regel under vilka förutsättningar kontraktsparterna kan kräva sina pengar tillbaka och när de har rätt att intervenera i verksamheten och vilka medel som då får användas. Låntagarna kan exempelvis kräva tillbaka sina pengar när kontraktstiden löper ut. (Vi bortser här från möjligheterna till inlösen.) Ägaren kan endast vägra gå in med nytt kapital. Lånekontrakten anger också villkoren för när långivaren kan intervenera under kontraktstiden. Ägaren kan utnyttja sin röst vid bolagsstämma eller överlåta den till någon annan som utnyttjar den. Långivaren har ingen sådan rösträtt. Det finns emellertid intressanta skillnader också mellan olika typer av långivare och skilda slags ägare.

2.2.1 Långivare

Långivarna kan indelas i två huvudkategorier: obligationsinnehavare och banklångivare. Skillnaderna mellan dem blir särskilt tydliga när företaget står inför hot om konkurs. Innehavarna av obligationer har de mest slutna kontrakten. Fördelningen av deras ersättning över tiden är förutbestämd. Obligationernas vida spridning medför att innehavarna inte samordnat kan omförhandla villkoren vid förändrade förhållanden, exempelvis inför utsikten av en konkurs. De är således bundna till företaget under obligationernas löptid om företaget inte går i konkurs. Skulle företaget gå i konkurs beror deras ställning på prioritetsordningen. Denna varierar bl a beroende på lagstiftningen i respektive land.

Banklån till företag är som regel kortfristiga och förfaller till betalning i slutet av varje period, men ersätts då som regel med nya lån. Lånerelationen blir därför mer kontinuerlig än för obligationsinnehavarna. Banker kan förhandla med aktieägarna om ändrade kontraktsvillkor när företaget får finansiella svårigheter. Det är, som vi kommer att se senare, viktigt att skilja mellan banker med stora lån (huvudbanken/erna) och dem vilkas fordringar på företaget är små. Huvudbanken spelar en väsentligt större roll i företaget än de mindre banklångivarna. Den kan beroende på lagstiftning och företagets ekonomiska ställning bl a ansöka om att företaget försätts i konkurs eller bevilja anstånd med betalningar i händelse av finansiell kris. De mindre bankernas roll påminner om obligationsinnehavarnas då de som regel inte annat än marginellt kan omförhandla villkoren i kontrakten.

2.2.2 Ägare

Ägarna kan också indelas i två huvudkategorier: kontrollägare och småägare. Den förra gruppen håller kontrollposter i ett företag, medan de enskilda innehaven för den sistnämnda kategorin är försumbara. Kontrollpost definieras här något vagt som ett ägarinnehav som gör det möjligt att på ett påtagligt sätt påverka företagens strategiska beslut. Kostnaden för kontroll bestäms av den möjlighet till riskspridning som ägaren avstår från för att hålla en kontrollpost. Kontrollkostnaden är därför relaterad till postens andel av ägarens tillgångar. Vi återkommer senare till detta centrala begrepp i samband med diskussionen om kostnaden för kontroll och kontrollorienterat ägande.

Även mellan de två ägarkategorierna kan det uppstå konflikter. Alla ägare får samma procentuella avkastning på sitt investerade kapital, men kontrollägaren tar större risker och önskar ersättning för detta. Genom att övervaka företagsledningen kan ägaren nedbringa den beteendebetingade osäkerheten och därmed risken. En lägre riskpremie innebär sänkt total kapitalkostnad. Den ökade vinsten kommer emellertid alla ägare till del - inte bara kontrollägaren. Småägarna, genom sina begränsade möjligheter att påverka ledningar, har därmed inte samma starka incitament att investera i övervakning. De åker snålskjuts på kontrollägarens bekostnad. Vi återkommer till dessa motsättningar i diskussionen av ägarnas roller i företaget.

Konkurssituationen kan ytterligare belysa ägarnas kontrakt. Aktieägarna söker alltid undvika konkurser, eftersom deras fordringar då har lägsta prioritet och som regel är värdelösa. Så länge långivares och andra prioriterade fordringsägare krav på företaget ej överstiger det förväntade värdet av framtida intäkter, är ägarna beredda att avstå från en del av sina krav på företaget för att få huvudbanken att avstå från att ansöka om konkurs. Huvudbanken som har låg prioritet vid konkurser kan i denna situation komma överens med aktieägarna om beslut som går ut över de svagare obligationsinnehavarna. Om företagets nettovärde däremot är negativt förväntas ägarna förorda strategier med hög risk. De har inte något att förlora eftersom de ändå inte får ut något vid konkurs. Långivare och ägare har då delvis motstridiga intressen.

Diskussionen ovan har pekat på en rad motsättningar mellan företagets kapitalförsörjare (för en sammanfattning se tabell 2.1). Konflikterna uppträder såväl mellan olika typer av långivare som olika ägarkategorier. Diskussionen av konkurssituationen visade också hur banklångivarna kan tänkas göra gemensam sak med ägarna utan att ta hänsyn till obligationsinnehavarna. Ekonomisk teori och praktiska erfarenheter antyder att konkursbeslutet i allmänhet inte fattas vid den, från samhällets utgångspunkt, önskvärda tidpunkten, dvs när företagets förväntade nettovärde är noll (sedan man tagit hänsyn till resursernas alternativa användning). Motsättningarna mellan olika intressenter kan således ge upphov till samhällsekonomiska kostnader. Att finna former för att överbrygga motsättningarna och underlätta koalitionsbildningar framstår som ett av de fundamentala

ekonomiska problemen. Dessa arrangemang måste också erbjuda incitament som leder till för samhället önskvärda beslut och som stimulerar intressenterna att samla information.

2.3 Ägarroller i företaget

Den ekonomiska litteraturen rymmer en rad olika bilder av ägarna och deras roll i enskilda företag och i ekonomin som helhet. Det område som mest uttryckligt ägnat sig åt att definiera ägarrollen är den s.k äganderättslitteraturen (eng. property rights), inom vilket de amerikanska ekonomerna Armen Alchian och Harold Demsetz står för ett av de mest inflytelserika bidragen. De identifierar fem äganderättigheter förknippade med det klassiska kapitalistiska företaget: (1) att övervaka dem som bidrar med produktionsfaktorer, (2) att vara den centrala parten i företagets samtliga kontrakt, (3) att bestämma arbetslagets sammansättning, (4) att ta emot residualen, samt (5) att sälja dessa rättigheter.

TABELL 2.1 KARAKTÄRISTIK AV FYRA KATEGORIER KAPITALFÖRSÖRJARE

	Långivare		Ägare	
	Obligations-innehavare	Bank-långivare	Kontroll-ägare	Små
Kategoriens sammansättning	Spridd ej samordning	Koncentrerad samordning	Koncentrerad samordning	Spridd ej samordning
Avkastning	Fördelning över tiden förutbestämd	Fördelning bestämd, kan omförhandlas (visst residuellt inslag)	Residuell (högt risktagande, avstår från diversifierar)	Residuell (lägre risktagande, diversifierar)
Tidsbegränsn.	Begränsad Långfristig	Begränsad, Kortfristig men övergår ofta i nya lån	Obegränsad (omsätts mera sällan)	Obegränsad (omsätts ofta)
Informationsbehov	Litet	Stort	Stort	Litet
Kritiska situationer	Företagets nettovärde underskrider noll	Företagets nettovärde underskrider noll	Företagets nettovärde från noll och uppåt	Företagets nettovärde från noll och uppåt
Mekanismer för inflytande	Kräva pengarna tillbaka; om ej betalning förklara i konkurs	Kräva pengarna tillbaka; förklara i konkurs	Ej bidra med nytt kapital; rösta på bolagsstämma	Ej bidra med nytt kapital; rösta på bolagsstämma

Andra har slagit samman de tre första rättigheterna i kontrollrätten - rätten att fatta produktionsbeslut - och de två sista i äganderätten - rätten till ersättning för risktagande förknippat med företagets verksamhet (se bl a Pryor, 1973). Fama & Jensen (1983 a och b) delar upp kontrollrätten i beslutsfattande (initiering och verkställande) och beslutsuppföljning (ratificering och övervakning). Även andra definitioner av ägarrollen förekommer. Eidem (1981) har i en diskussion om aktiemarknadens

funktion identifierat fyra funktioner, kapitalförsörjnings-, kapitalallokerings-, signal- och monitorfunktionerna.

För att strukturera diskussionen har vi utifrån fyra delvis överlappande teoritraditioner härlett lika många ägarroller. De sammanfattas i kapitalförsörjaren, riskbäraren, övervakaren och entreprenören (se tabell 2.2) Rollerna definieras främst med avseende på existensen av osäkerhet, kostnader för att sluta och övervaka kontrakt samt ägarnas grad av enighet om produktionsbeslut.

2.3.1 Kapitalförsörjarrollen

I den länge dominerande neoklassiska ekonomiska teorin spelar ägarna en undanskymd roll. Information ses som fritt tillgänglig och spridd till alla. Ägarna antas således fatta investeringsbeslut under fullständig visshet om framtiden och utan kostnader. Ägarna kommer då att vara överens om att genomföra alla investeringar med ett positivt nuvärde. Identifiering och genomförande av investeringsprojekt kan överlämnas till företagsledningen. Ägarna spelar i neoklassikernas värld samma roll som övriga intressenter som bidrar med kapital (kapitalförsörjarrollen).

2.3.2 Riskbärarrollen

Modern kapitalmarknadsteori har fört in osäkerhet i analysen. Ägarnas beslutsproblem under osäkerhet kan illustreras av en enkel modell som omfattar två perioder. I period 1 väljer han mellan att konsumera eller investera i en aktie med en osäker utdelning i period 2. Ägarna kräver kompensation (en s.k riskpremie) för att bära den ekonomiska risk som följer av osäkerheten. Företagets kapitalkostnad blir därmed högre (en riskfri ränta + riskpremie)

Om aktierna kan omsättas på en marknad, kan kapitalkostnaden sänkas. Riskpremien minskar genom att individerna sprider (diversifierar) sina förmögenheter på flera tillgångar. Det kommer emellertid alltid att finnas en risk som inte kan diversifieras bort - den systematiska risken. Denna risk måste bäras av någon. Ägarnas roll är att sprida risken eller dela den med övriga intressenter (riskbärarrollen). Denna roll diskuteras mest utförligt i modern portföljteori. Ägarna kommer under vissa restriktiva antaganden fortfarande alltid att vara överens om vilka investeringar som skall genomföras.

2.3.3 Övervakarrollen

Förekomsten av osäkerhet ger ägarna en viktig roll som riskbärare. Trots det är det ändå bilden av en förhållandevis passiv ägare som växer fram i modern portföljteori. Dennes enda uppgift är att på bästa möjliga sätt sprida risken och justera portföljens sammansättning efter den vid varje tillfälle tillgängliga informationen. Eftersom alla ägare är eniga om att genomföra alla investeringar med positivt förväntat nuvärde, kan de operativa besluten i företaget delegeras till företagsledningen. Delegering

av beslutsrätten är inte förenad med några kostnader. Det är denna förutsättning som äganderättsteorin ifrågasätter.

I äganderättslitteraturen samt inom den relaterade s.k agentkostnadstraditionen förenas förekomsten av osäkerhet med icke-försumbara kostnader för att sluta och övervaka kontrakt. (Här är alla produktionsbeslut fattade under enighet). Agentkostnaderna avser, i första hand, de kostnader som är förknippade med att företagsledningen (agenten) har möjlighet att genomföra beslut som avviker från ägarnas (huvudmännens) mål. Ägarna kan öka sin avkastning genom att övervaka ledningen (övervakarrollen). Alla investeringar i övervakning med positiv förväntad avkastning kommer att stödjas enhälligt av ägarna.

2.3.4 Entreprenörsrollen

Ägarna kommer emellertid inte annat än i mindre sannolika och praktiskt förhållandevis ointressanta fall alltid att vara överens om samtliga produktionsbeslut. Konflikter uppstår därför att ägarna har olika önskemål om risk och fördelning av avkastning över tiden samt olika förväntningar på framtiden. Dessutom är informationen om förhållandena på marknaden och i företaget ej jämnt (utan asymmetriskt) fördelad. En ägare kan påverka sin förväntade avkastning genom att ensam ta kontrollen eller ingå i koalition med andra ägare i ett företag. Han kan därmed styra produktionsbesluten i en riktning som står i överensstämmelse med hans förväntningar. I den enkla tvåperiodsmodellen ovan kan detta illustreras med att ägaren i period 1 fattar ett beslut som påverkar storleken och risknivån hos (variationen i) den förväntade strömmen av intäkter. De tidigare separata produktions- och konsumtionsbesluten har därmed sammankopplats. Om vi utvidgar modellen till att omfatta flera perioder, ger vi också utrymme för beslut som påverkar hur avkastningen på aktien fördelas över tiden. Ägarna kan då välja att hålla aktier i syfte att påverka produktionsbeslut i framtida perioder.

Det är möjligheten att påverka den förväntade avkastningen som ger ägaren incitament till insamling av information (entreprenörsroll). Sådan är den bild av ägarrollen som växer fram i den del av kapitalmarknadsteorin som behandlar kollektiva beslut under osäkerhet och oenighet. Det är först här som kapitalmarknadsteorin förmår fånga någon större del av ägarnas mångfacetterade verksamhet såsom den skildras i bl a den schumpeterianska traditionen.

Olika ägare kan förväntas ha olika uppfattning om produktionsfunktionens utseende och sannolikheten för olika framtida tillstånd. Värdemaximering kan därför inte definieras för företaget som helhet utan endast för den enskilde ägaren. Det är därför intressant att studera olika ägartyper och deras incitament att samla in och bearbeta information.

Ägare kan skilja sig åt ifråga om tids- och riskpreferenser samt förväntningar om framtiden. En ekonom kan säga mycket litet om sådana skillnader så länge de är uttryck för individuella variationer i smak eller förväntningar. I den mån de avspeglar

olikheter ifråga om storleken på eller diversifieringen av ägarnas tillgångar, har ett ekonomiskt angreppssätt mer att bidra med. Om skatter eller annan lagstiftning påverkar ägarkategorierna, kan de införlivas i en i en ekonomisk analys.

Direkta ägare kan vidare förväntas ha andra egenskaper än mellanhandsägare. Det borde vara enklare att tränga in i hur institutionella investerare formulerar sina preferenser i den mån de avspeglar institutionernas grundläggande stadgar, den interna beslutsordningen eller externt formulerade lagregler. En organisation kan exempelvis på grund av interna regler vara förhindrad att äga kontrollposter. Alla ägare har inte samma möjligheter (kapital, kompetens, information etc.) att själva formulera en produktionsplan som tillfredsställer deras önskemål. Ägare kan också vara utsatta för intressekonflikter exempelvis som leverantör till företaget eller som konsument av dess produkter.

2.4 De fyra rollerna - en diskussion

I litteraturen har vi identifierat fyra ägarroller: kapitalförsörjaren, riskbäraren, övervakaren och entreprenören. Indelningen skiljer sig något från tidigare författares, men huvuddragen är desamma. Rollerna kan givetvis inte göra anspråk på att beakta alla aspekter av ägarnas mångfacetterade funktion i företaget. Den bild av ägaren som på detta sätt växer fram är emellertid betydligt rikare än den som ges i exempelvis äganderättsteorin. Ägaren är inte nödvändigtvis den passive övervakaren med rätt till företagets överskott. Inte heller är han alltid den moderna portföljteorins lugnt tillbakalutade placerare som väntar på att ny information skall nå marknaden. Istället framträder, i många fall, en dynamisk person eller institution som aktivt söker nya idéer och som med hjälp av en stark övertygelse och kapital söker genomföra dessa idéer. Beskrivningen hittills har inte gett rättvisa åt verklighetens ägare, men entreprenörsrollen har åtminstone närmat sig en ägare av "kött och blod".

Den riskbärande rollen är tämligen entydigt definierad och klart urskiljbar. Företagets verksamhet är förenad med risk och den måste bäras av någon. Några ägare väljer att bära stor risk, andra liten. Övervakarrollen syftar till att minska agentkostnaderna. För att denna funktion skall ha ekonomiskt värde fordras att de kostnader som uppkommer till följd av delegering av beslut inte är försumbara. Entreprenörrollen är mer komplex och omfattar en rad olika aktiviteter förenade med produktionsbeslutet. Denna roll har inte självklart ett ekonomiskt värde. Visserligen måste någon söka information och utforma produktionsbeslut, men det är inte givet att ägarna är bäst skickade att fylla denna uppgift.Inte heller kan vi vara garanterade att den bäste ägaren får sin vilja igenom.

TABELL 2.2 FYRA ÄGARROLLER

ANTAGANDE GRUNDLÄGGANDE ROLL	SÄKERHET OSÄKERHET	KONTRAKTS-KOSTNADER	ENIGHET/ OENIGHET	TEORITRADITION (NÅGRA REFERENSER)
KAPITALFÖRS:	SÄKERHET	FÖRSUMBARA	ENIGHET	NEOKLASSISK
RISKBÄRARE:	OSÄKERHET	FÖRSUMBARA	ENIGHET	MODERN PORTFÖLJ-TEORI (Copeland & Weston 1983)
ÖVERVAKARE	OSÄKERHET	EJ FÖRSUMBARA	ENIGHET	AGENTTEORI (Alchian & Demsetz, 1972, Jensen & Meckling,1976) Stiglitz, 1985)
ENTREPRENÖR:	OSÄKERHET	EJ FÖRSUMBARA	OENIGHET	"KONTROLL-MARKNADS-TEORI" (King, 1977, Rydquist, 1986)

En och samma ägare kan uppträda i alla fyra rollerna, men rollerna kan också skiljas åt. Ägaren är definitionsmässigt alltid riskbärare och kapitalförsörjare, även om han kan dela risken med andra intressenter. Han kan däremot välja att helt eller delvis delegera entreprenör- och övervakarrollerna. En sådan delegering är emellertid förenad med kostnader. Om han överlåter övervakarrollen drar han på sig agentkostnader. Dessa uppvägs emellertid av lägre övervakningskostnader. Om han avstår från rollen som entreprenör, förlorar han möjligheten att driva företaget efter sina egna idéer.

De fyra rollerna spelas emellertid inte bara av ägarna utan också av andra aktörer i ekonomin, främst stat, banker och andra finansiella institutioner. Intresset är här främst riktat mot ägare och långivare. Båda kategorierna försörjer företaget med kapital. Deras relativa betydelse för kapitalanskaffningen kan förhållandevis väl avläsas av finansiell statistik. Att empiriskt observera fördelningen av riskbärande samt i synnerhet övervaknings- och entreprenörsaktiviteter är betydligt svårare.

Gränsen mellan främmande kapital - långivarnas bidrag - och eget kapital - ägarnas bidrag - är emellertid flytande. Långivarna tar också risker och övervakar företaget. De deltar dessutom i många fall i den insamling av information om företagets framtid, vilken är förknippad med entreprenörrollen. Fördelningen av

roller mellan ägare och långivare varierar mellan skilda finansiella system.

De fyra rollerna är förknippade med fyra teoritraditioner. Dessa alternativa betraktelsesätt är på inget vis helt oförenliga. Deras relativa förklaringskraft är avhängig den fråga man söker besvara. Den beror också av hur rollfördelningen mellan intressenterna ser ut i det finansiella system som studeras (vi återkommer till detta i kapitel 3). Ansatsernas förklaringsvärde påverkas vidare av vilken typ av företag som avses - bl a dess storlek och verksamhetsinriktning.

De presenterade ansatserna har olika utgångspunkter. Kapitalmarknadsteorin syftar främst till att förklara samspelet mellan investerare på kapitalmarknaden, medan agent- och transaktionskostnadsansatserna koncentrerar intresset till företagets interna organisation. Något förenklat kan man säga att den förstnämnda skolan begränsar sig till beslutsfasen och den senare till genomförandefasen. Entreprenörrollen fokuserar betydelsen av externt betingad osäkerhet och asymmetrisk information för att visa att ägarna inte annat än av en ren slump är överens. Möjligheten att påverka framtiden förklarar i sin tur varför någon är beredd att betala för kontroll. I agentkostnadsteorins värld är produktionsbesluten redan fattade. Här betonas istället kostnaderna för att sluta och övervaka intressenternas kontrakt. Dessa kostnader ger i kombination med beteendebetingad osäkerhet och specialiseringsvinster upphov till en separation av ägande och kontroll.

Kontroll syftar i kapitalmarknadsansatsen till att formulera en produktionsplan som står i överensstämmelse med den enskilde investerarens tids- och riskpreferenser samt hans förväntningar om framtiden. Kontroll får ett värde därför att det råder oenighet om vilken produktionsplan som bör genomföras. Innehav av kontrollposter är emellertid förknippade med kostnader till följd av att ägaren måste knyta en stor del av sitt kapital till ett företag. Dessa kostnader ökar när företaget växer. Ägande- och kontrollstrukturen (koncentrationen i ägarstrukturen) bestäms således som en avvägning mellan kostnaderna för kontroll (riskexponeringen) och möjligheterna att påverka fördelningen av ett företags betalningsströmmar över tiden liksom den osäkerhet dessa strömmar är förknippade med.

I agentansatserna syftar kontroll främst till att genom övervakning minska agent- respektive transaktionskostnaderna. Ägande- och kontrollstrukturen bestäms, såsom redan framhållits, som en avvägning mellan vinsterna av specialisering (förbättrad riskspridning och professionell företagsledning) och agentkostnaderna. Eftersom alla ägare borde vara överens om beslut som minskar agentkostnaderna, kan emellertid agentkostnadsansatsen inte förklara varför ägare är beredda att betala stora summor för kontroll - ett förhållande som bl a avspeglar sig i en prisskillnad mellan A- och B-aktier på Stockholms fondbörs.

Diskussionen ovan har tagit olika utgångspunkt i ett antal roller som ägaren kan spela. Ett alternativt tillvägagångssätt är att

definiera alternativa typer av handlande, och sedan undersöka vilka ägare, och övriga intressenter inom företaget, som agerar på visst sätt. Hedlund (1984; 1985) har utvecklat ett synsätt som bygger på Hirschmans (1971 distinktion mellan "exit" och "voice" som alternativa mekanismer för att förhindra ineffektivitet i organisationer och kontraktssförhållanden. Tillämpat på frågan om ägarstrukturer (vilket Hirschman ej gör) kan man t ex skilja mellan å ena sidan ägare som endast köper och säljer (exit) poster, och markerar missnöje anonymt på aktiemarknaden och, å den andra, ägare som tar aktiv del i styrelsearbete, nominerar nya företagsledningar, har synpunkter på företagets strategi, etc (voice). Eftersom voice antagligen är nödvändig speciellt för uppfyllande av övervaknings och entreprenörsfunktionerna, kunde en utveckling av diskussionen enligt dessa linjer vara fruktbar. I denna rapport kommer dock modern kapitalmarknadsteori att utgöra den teoretiska basen, medan voice/exit och övriga alternativa ansatser får anstå till framtida analyser.

2.5 Behov av information

De olika ägarrollerna, såsom de framstår i de skilda teoritraditionerna, ställer olika krav på insamlande av information. Skillnaderna avser dels vilka möjliga framtida händelser som är av störst intresse för en viss ägare, dels vilken del av beslutsprocessen som informationsinsamlingen avser. Om ägarna är eniga om produktionsplanen och det inte kostar något att sluta och övervaka kontrakt (riskbärarrollen), fordras information om i första hand förväntad avkastning på företagets aktier samt alternativa placeringar. Under förutsättning att ägaren har en diversifierad portfölj blir behovet av information än mindre. Övervakarrollen däremot fordrar information om företagsledningens verksamhet och företagets potentiella produktionskapacitet. Entreprenörrollen, slutligen, kräver tillgång till ingående information om företagets verksamhet samt om framtida utvecklingsmöjligheter. Denna roll påkallar aktivt skapande och påverkan, snarare än mer passivt insamlande av externt tillgänglig information (tabell 2.3).

TABELL 2.3 ROLLERNA- DERAS BEHOV AV OCH INCITAMENT ATT SAMLA INFORMATION

ROLL	INFORMATIONS-BEHOV	INCITAMENT ATT SAMLA INFORMATION	KOSTNAD FÖR INFORMATION
KAPITALFÖRS.	INGET (fullst. säkerhet)	INGET (alla vet allt)	INGEN
RISKBÄRARE	LÅGT (aktiens förväntade avkastning och risknivå relativt alternativa placeringar)	SMÅ (vinster av omplaceringar efter ny information)	LÅG (informationsinsamling.)
ÖVERVAKARE	MEDELHÖGT (företagsledningens avvikelse från ägarnas mål)	SMÅ (minskning av agentkostnad, vinsten tillfaller alla)	MEDELHÖG (informationsinsamling, risk)
ENTREPRENÖR	STORT (företagets framtida möjligheter)	STORA (möjlighet att påverka företagets inriktning)	HÖG (informationsinsamling, risk)

Valet av betraktelsesätt, dvs vilken relativ betydelse rollerna tillmäts inverkar på hur samhället bör förhålla sig till det finansiella systemets funktionssätt. Vilken typ av åtgärder skall vidtas för att förbättra genereringen och spridningen av information? Vilken typ av information skall prioriteras? Hur bör man ingripa mot spridningen av felaktig information?

2.6 Incitament att samla information

Att samla information om och intervenera i företagets verksamhet kostar pengar. För att informationsinsamlingen skall komma till stånd krävs därför att den insamlade informationen betingar ett ekonomiskt värde, antingen genom att den kan omsättas på marknaden eller genom att den gör det möjligt för insamlaren att påverka sina framtida intäkter. Det senare kan ske exempelvis genom att han kan minska agentkostnaderna (övervakarrollen) eller genomdriva produktionsbeslut som står i överensstämmelse med hans förväntningar om framtiden (entreprenörrollen). Olika intressenter har olika incitament att samla information. Informationskostnaderna begränsar intresset till en mindre del av samtliga möjliga framtida händelser. Vilka situationer en intressent koncentrerar sig till är avhängigt incitamentstrukturen. Banker är exempelvis, som vi sett, i första hand intresserade av att försvara sina fordringar på företaget i händelse av

konkurs. Ägarna däremot är likgiltiga mellan alla tillstånd där de inte kan få något för sina aktier. De kan därför tänkas driva strategier med höga risker i situationer där företagets värde underskrider låntagarnas fordringar.

Det kan ofta vara alltför kostsamt för en enskild intressent att ensam samla information och intervenera i företagets drift. Problemet kan karaktäriseras som ett agentproblem med flera huvudmän vilkas intressen står i strid med varandra. En huvudmans handlingar får återverkningar också för övriga inblandade grupper. God företagsledning är att betrakta som en kollektiv vara i den bemärkelsen att en intressentgrupps övervakningsinsatser kommer att ha gynnsamma effekter också för andra grupper. Därmed uppstår ett s.k "free rider"-problem, vilket leder till att utbudet av övervakningsinsatser blir för litet.

Detta problem gör, enligt samma resonemang, det nödvändigt att finna institutionella arrangemang som stimulerar dem till övervakning som är bäst skickade att utöva kontroll. Ägarnas residualkontrakt utgör en stimulans för ägare med specifik kompetens för kontroll och entreprenörskap, även om också passiva ägare kan "åka snålskjuts" och dra fördel av de aktiva ägarnas arbete. De ägare som inte investerar i kontroll har däremot som regel inte möjlighet att påverka företaget i en riktning som står i överensstämmelse med deras förväntningar om framtiden.

2.7 Varför skall ägarna ha kontrollen?

I litteraturen anförs en rad argument för att ägarna är bättre skickade än andra intressenter att fatta produktionsbeslut och övervaka deras genomförande. Några författare hävdar att ägarna är mer lika varandra (har homogenare preferenser) än andra intressentgrupper och därför lättare kan enas om ett investeringsprogram (se bl a McEachern, 1975). Det har emellertid av framställningen framgått att total enighet bland ägarna knappast förekommer. I själva verket torde det finnas lika många idéer om hur företag skall drivas som det finns ägare.

En annan argumentationslinje har hävdat att ägarna är den intressentgrupp som p g a möjligheten till riskspridning bäst motsvarar den för samhället optimala inställningen till risk (riskneutralitet). Ägarkollektivet rymmer emellertid mycket stora variationer ifråga om grad av diversifiering. Erfarenheterna från det svenska näringslivet visar tydligt att ägare är beredda att avstå från möjligheter till riskspridning för att kontrollera företag. Ägare med koncentrerade portföljer motsvarar inte det riskneutrala idealet.

Ett tredje argument som framförts hänför sig till ägandets motivationsskapande effekt (Monsen,1970). Enligt detta argument är den som är beroende av den residuellt bestämda vinsten och därmed riskerar sin personliga förmögenhet mer motiverad att ägna tid och intresse åt övervakning än den som är anställd eller den som har lånat företaget pengar. En rad invändningar kan riktas mot detta resonemang. För det första ägs en allt större del av näringslivet av institutioner. Kopplingen till en slutlig

ägare kan vara diffus och i vissa fall obefintlig (exempelvis ömsesidiga försäkringsbolag). För det andra kan den högre motivationsnivån hos ägarna uppvägas av att företagsledning och anställda på lägre nivåer i företaget blir mindre motiverade därför att de för mindre del i residualen.

Den bild vi givit av ägarna underlättar också förståelsen av varför deras roll väckt så mycket debatt genom tiderna. Få torde ha något att invända mot att ägarna tillskjuter kapital, minskar agentkostnaderna och bär risk. Entreprenörsrollen är däremot mer kontroversiell. Entreprenören måste fatta en rad beslut med konsekvenser för företagets övriga intressenter och är ofta tvungen att använda makt för att driva igenom sina idéer.

2.8 Externa övervakningsmekanismer

Diskussionen väcker också frågan om dessa roller förknippade med ägarna helt eller delvis kan delegeras till någon utanför företaget? Litteraturen har särskilt diskuterat delegeringen av övervakarrollen till externa mekanismer som begränsar företagsledningens möjligheter att avvika från ägarnas (den kontrollerande ägarens) mål. Exempel på sådana externa övervakningsmekanismer skulle vara:

* aktiemarknaden - aktörerna på aktiemarknaden bevakar företaget och kan via emissionsmarknaden direkt påverka en företagsledning handlingsutrymme. Genom att sätta priset på företagets aktier påverkar den risken för övertaganden och byte av företagsledningen.

* marknaden för övertaganden - risken för övertaganden i form av bud på företaget eller via förvärvandet av full makter fungerar på likartat sätt

* marknaden för företagsledare - en företagsledares företagsledare attraktivitet och därmed hans ekonomiska ersättning styrs i hög grad av hans tidigare resultat

* slutmarknaderna produkterna - konsumenterna fäller här sin dom över ett företags produkter. Ett företags ledning kan inte i längden bortse från kundernas reaktion

* externt rekryterade styrelseledamöter - experter hämtade utanför företaget ofta med erfarenheter från andra organisationer försvårar för ledningen att föra ägarna bakom ljuset

* massmedia och andra opinionsbildare - den ekonomiska journalistiken i press, radio och TV bevakar företagsledares beteende

Dessa mekanismers förmåga till effektiv kontroll varierar givetvis mellan olika ekonomiska system och pekar på behovet att analysera ägande- och kontrollstrukturen i ett vidare perspektiv.

2.9 Entreprenören och placeraren - två ägartyper

Vi avslutar detta kapitel med en diskussion av två hypotetiska, men principiellt intressanta ägarkategorier. Vid missnöje med driften av ett företag kan en ägare välja mellan två principiellt olika strategier: att sälja rösträtten och sin rätt till del i avkastningen eller att utnyttja rösträtten för att söka förändra produktionsplanen. Vi kallar dessa två strategier placerings- respektive kontrollorienterat ägande. Den sistnämnda ägaren ("entreprenören") har i sin portfölj en eller ett fåtal stora kontrollposter med ansenliga riskkostnader, medan den förstnämnda ("placeraren") söker sprida risken på ett stort antal mindre innehav.

I termer av de roller vi identifierat är den placeringsorienterade ägaren enbart kapitalförsörjare och riskbärare, medan entreprenören har alla fyra rollerna. Dessa ägare kan karaktäriseras utifrån några av de grundläggande dimensioner som tidigare identifierats. Entreprenören har som regel en längre tidshorisont eftersom förändringar av produktionsplaner tar lång tid. De investeringar han gör i att skaffa information om företaget talar också för att entreprenören ser sin investering som mer långfristig. Att han har längre tidshorisont får emellertid inte förväxlas med att han skulle ha andra tidspreferenser, d v s eftersträva en annan fördelning av sparande och konsumtion över tiden.

Den kontrollorienterade ägarens portfölj är mer koncentrerad. Han bär mer systematisk och osystematisk risk och måste själv formulera sin produktionsplan. Den placeringsorienterade ägaren tar endast ställning till redan färdiga produktionsplaner. Ofta är han snarare intresserad av att förutsäga vad andra placerare kommer att göra. Informationsbehovet och kraven på kompetens är uppenbart olika för de olika ägarna.

I agentteorin skulle den kontrollorienterade ägaren beskrivas som icke-specialiserad och den avkastningsorienterade som specialiserad. Skillnaden i grad av specialisering skulle förklaras av brister på marknaderna för risk och de externa övervakningsmekanismerna. Specialisering är, enligt detta synsätt, en viktig drivkraft i den ekonomiska utvecklingen. Separation av ägande och kontroll representerar därför en högre form. Det alternativa eller snarare kompletterande perspektivet säger att blandning av funktioner kan avhjälpa brister i incitamenten för ägare att samla information.

TABELL 2.4 TVÅ ÄGARTYPER OCH DERAS KARAKTERISTIKA

	Ägartyper	
	Kontroll-orienterad, "entreprenören"	Placerings-orienterad, "placeraren"
Kapitalandel i företaget	Stor	Liten
Typ av risk	Systematisk + osystematisk	Systematisk
Portfölj	Koncentrerad	Diversifierad
Tidshorisont	Lång	Kort
Rörlighet i innehaven	Låg	Hög
Kompetensbehov	Formulera egen produktionsplan	Rösta på redan färdiga produktions-planer alt. lag av företagsledare
Informations-behov	Högt	Lågt
Incitament att samla information	Starka	Svaga
Avstånd till ägda företag	Kort, Välkänd	Långt, Relativt anonym

Indelningen i entreprenörer och placerare avser inte bara individer utan också institutioner. Den skall inte heller ses som ett uttömmande system för klassificering av ägartyper. Det existerar givetvis en rad mellanformer som kontrollorienterade ägare med kort tidshorisont ("klippare") och placerare med mycket långsiktiga innehav. Hedlund (1985) har utvecklat en begreppsapparat för att klassificera olika ägare i termer av de tidigare nämnda exit- och voicebeteendena. En ägare kan också vara kontrollorienterad i ett företag och placeringsorienterad i ett annat. De två typerna kommer emellertid att visa sig värdefulla i den fortsatta analysen.

Sammansättningen av ett företags ägarstruktur i termer av de två ägartyperna har stor betydelse för hur de strategiska besluten i

företaget fattas. Det är uppenbart att företag med enbart placerare som ägare måste finna andra mekanismer för insamling och bearbetning av information för att ersätta entreprenörägaren. Ett finansiellt system med starkt inslag av entreprenörsägande borde fungera annorlunda än ett system dominerat av placerare.

2.10 Sammanfattning

Detta kapitel har koncentrerat intresset till ägarnas roller i det moderna industriföretaget. Detta kännetecknas av att flera intressenter har kontrakt som innehåller en viss risk. Fördelningen av denna risk bestäms i förhandlingar mellan intressenterna. Vi har identifierat en rad motsättningar mellan de intressenter som bidrar med kapital till företaget. Det grundläggande problemet är att trots dessa motstridiga intressen skapa en företagsenhet förmögen att fatta strategiska beslut. Det kollektiva beslutsfattandets problem har illustrerats med en konkurssituation där obligationsinnehavares, banklångivares och ägares intressen delvis går isär. Detta resulterar i att konkursbeslutet i allmänhet inte fattas vid en för samhället önskvärd tidpunkt, d v s när företagets nettovärde är noll.

Företagets kapitalförsörjare kan emellertid bidra med annat än kapital och risktagande. De kan också övervaka företagsledningen och delta i genereringen av nya affärsidéer. Deras delaktighet bestäms i hög grad av hur incitamenten för insamling av information är utformade. Här riktades intresset främst mot ägarfunktionen i företaget. Utifrån fyra teoritraditioner identifierades lika många roller förknippade med ägarna - kapitalförsörjaren, riskbäraren, övervakaren och entreprenören. De olika rollerna, såsom de framställs i de skilda synsätten, innebär en koncentration till olika aspekter av företagets verksamhet. De två förstnämnda uppfattade produktionsbeslutet som givet och övervakningskostnaderna som försumbara. Övervakarperspektivet betraktar också produktionsbeslutet som fattat och fokuserar intresset till beslutets genomförande. Enligt entreprenörssynsättet formulerar däremot ägarna egna produktionsplaner.

Vi pekade på motsättningar mellan den information som behövdes för att spela en viss ägarroll och de incitament som erbjöds. Särskilt allvarlig är denna motsättning för övervakarrollen där de små ägarna kan undandra sig sitt övervakningsansvar i vetskap om att kontrollägarens incitament att övervaka är betydligt starkare. Rena "övervakarägare" framstår därför som mindre sannolika, åtminstone i ett system där möjligheterna till riskspridning är goda och kostnaderna för kontroll därmed höga. Istället får den övervakande ägaren sin ersättning genom möjligheten att styra företaget i en riktning som står i överensstämmelse med hans förväntningar om framtiden samt önskemål om risktagande och fördelning av avkastning över tiden.

Ägarna är enligt agentkostnadsteorin beredda att betala för kontroll därför att den ger dem möjligheter att minska företagsledningens avvikelse från målet värdemaximering. Inom den del av kapitalmarknadsteorin som berör beslut under osäkerhet och asymmetrisk information härrör värdet av kontroll från möjlig-

heten att påverka produktionsbeslutet. Värdemaximering är då inte längre definierad för företaget som helhet utan endast för den enskilde ägaren. Det är först då det blir intressant att studera skillnader mellan ägartyper och deras kompetens och incitament att samla information. Kapitlet avslutades med en diskussion om två hypotetiska ägartyper - entreprenören och placeraren. De representerar två olika grundläggande förhållningssätt till ägarrollerna. Den relativa fördelningen av dessa två typer i enskilda företag och i näringslivet som helhet är av stor betydelse för ekonomins funktionssätt.

3 ÄGARNA OCH DET FINANSIELLA SYSTEMET

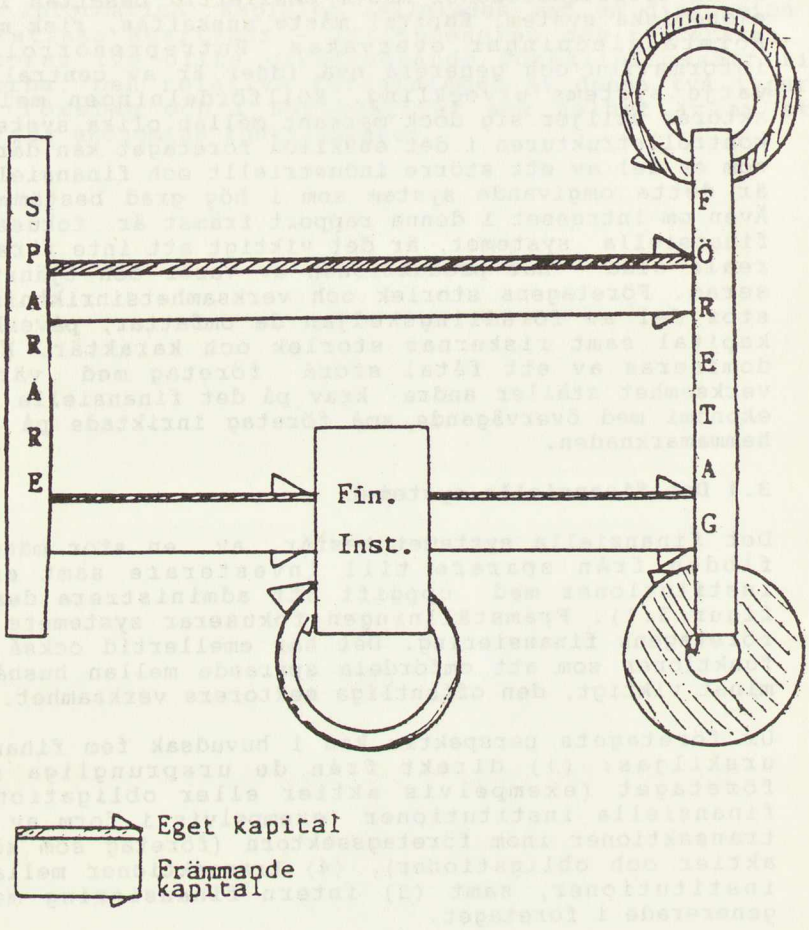
Diskussionen i föregående avsnitt utgick från ett marknadsekonomiskt system. De roller som där tilldelades ägarna utifrån olika teoritraditioner måste emellertid besättas i alla typer av ekonomiska system. Kapital måste anskaffas, risk måste bäras och företagsledningar övervakas. Entreprenörrollen att samla information och generera nya idéer är av central betydelse för varje systems utveckling. Rollfördelningen mellan ekonomins aktörer skiljer sig dock markant mellan olika system. Ägande- och kontrollstrukturen i det enskilda företaget kan därför studeras som en del av ett större industriellt och finansiellt system. Det är detta omgivande system som i hög grad bestämmer ägarrollen. Även om intresset i denna rapport främst är fokuserat till det finansiella systemet, är det viktigt att inte försumma ekonomins reala sida - hur produktionen av varor och tjänster är organiserad. Företagens storlek och verksamhetsinriktning, liksom hur stor del av förädlingskedjan de omfattar, påverkar behovet av kapital samt riskernas storlek och karaktär. En ekonomi som domineras av ett fåtal stora företag med världsomspännande verksamhet ställer andra krav på det finansiella systemet än en ekonomi med övervägande små företag inriktade på produktion för hemmamarknaden.

3.1 Det finansiella systemet

Det finansiella systemet består av en stor mängd finansiella flöden från sparare till investerare samt en uppsättning institutioner med uppgift att administrera dessa flöden (se figur 3.1). Framställningen fokuserar systemets betydelse för företagens finansiering. Det har emellertid också andra viktiga funktioner som att omfördela sparande mellan hushåll samt, inte minst viktigt, den offentliga sektorers verksamhet.

Ur företagets perspektiv kan i huvudsak fem finansiella flöden urskiljas: (1) direkt från de ursprungliga spararna till företaget (exempelvis aktier eller obligationer), (2) via finansiella institutioner (exempelvis i form av banklån), (3) transaktioner inom företagssektorn (företag som köper varandras aktier och obligationer), (4) transaktioner mellan finansiella institutioner, samt (5) intern finansiering med vinstmedel genererade i företaget.

FIGUR 3.1 DET FINANSIELLA SYSTEMET



Dessa flödens relativa betydelse varierar givetvis från företag till företag, men också mellan olika finansiella system - sambandet mellan de slutliga ägarna (spararna) och det investerande företaget är mer eller mindre direkt. Ägarnas relativa betydelse i det enskilda företaget bestäms i hög grad av utseendet på flödena - förhållandet mellan intern och extern finansiering (självfinansieringsgraden) samt mellan eget och lånat kapital (skuldsättningsgraden).

Finansiella system skiljer sig åt i omfattning och struktur. Storleken varierar inte bara absolut sett utan också relativt den reala sektorn i ekonomin. Systemets struktur kan beskrivas utifrån storleken på och sammansättningen av finansiella instrument och institutioner. Den beskriver med andra ord vilka tjänster den finansiella sektorn producerar samt hur denna produktion är organiserad. Strukturen varierar mellan länder i bl a följande avseenden: den relativa betydelsen av olika finansi-

ella instrument, de finansiella institutionernas relativa storlek och funktionssätt samt koncentrationsgraden för olika typer av finansiella institutioner.

Finansiella system varierar också i fråga om den relativa fördelningen mellan eget och främmande kapital i de finansiella flödena. Värdepappersmarknaden levererar både eget kapital (aktier) och främmande kapital (obligationer) finansiella institutioner kan kanalisera kapital av båda typerna som ägare respektive långivare. En annan skillnad gäller vilka övervaknings- och entreprenörstjänster som produceras i det finansiella systemet och vilka som står för denna produktion. Företagen kan övervakas av externa marknader eller inom ramen för de finansiella institutionerna.

Det finansiella systemet har två grundläggande funktioner: (1) att överföra sparande från dem som sparar till dem som investerar samt (2) att sprida eller omfördela risk bland ekonomins aktörer. Dessa funktioner är nära knutna till varandra, men skall här behandlas åtskilda.

Systemets effektivitet kan diskuteras utifrån flera aspekter. Tobin (1984) identifierar fyra typer av effektivitet. Informationsförmedlingseffektivitet avser hur väl priserna på marknaden avspeglar (offentligt) tillgänglig information. Vid full informationseffektivitet förutsätts priserna reagera omedelbart när ny information kommer marknaden till del. Under dessa förutsättningar kan endast investerare med "insider"-kunskap systematiskt göra onormalt stora vinster. Värderingseffektivitet syftar på systemets förmåga att korrekt värdera tillgångar. Vid full värderingseffektivitet motsvarar detta värde framtida nettointäkter. Ett systems försäkringseffektivitet bestäms av vilka möjligheter det erbjuder den enskilde investeraren att undvika risk genom att försäkra sig mot osäkerhet. Den fjärde och mest grundläggande formen av effektivitet benämner Tobin funktionell effektivitet. Denna syftar på hur det finansiella systemet förmår fullgöra de tidigare nämnda grundläggande funktionerna. Olika länders finansiella system uppfyller i olika grad de fyra formerna av effektivitet. Vi återkommer till denna diskussion i det avslutande kapitlet (kapitel 9).

För att förstå vilka tjänster som produceras i det finansiella systemet skall vi gå tillbaka till den enkla produktions- och konsumtionsteorin. I en värld utan finansiellt system är individen helt beroende av sitt eget sparande. Beslutet att investera i produktion är avhängigt hans val mellan konsumtion idag och i framtiden - hans sparande.
Genom att knyta samman individer som vill konsumera mindre av sin inkomst idag med dem som vill investera kan ett finansiellt system förbättra allas situation. Produktionsbeslutet separeras från konsumtionsbeslutet.

I en värld utan finansiellt system kan den enskilde individen inte göra mycket åt den osäkerhet han möter vare sig den är teknologiskt betingad eller resultatet av andras beteende. Han får själv bära den risk som följer av osäkerheten. Eftersom

människor normalt är obenägna att ta risker kommer en rad lönsamma, men i individens ögon alltför riskabla, investeringar inte att genomföras. Ett finansiellt system erbjuder två möjligheter att frikoppla den enskildes riskpreferenser från risknivån i produktionsbesluten: risken kan spridas på ett stort antal aktiviteter samt omfördelas från dem som tar större risker än de önskar till dem som är villiga att öka sitt risktagande.

3.2 Finansiella instrument

För att omfördela och sprida risk har ett antal kontrakt, s k finansiella instrument, utvecklats. Dessa skiljer sig från varandra i fråga om bl a löptid, avkastningsnivå, riskinnehåll, transfererbarhet samt i fråga om vem som kan utfärda och äga dem. De två huvudtyperna av finansiella instrument är skulde- och aktiebrev. Skuldebrevet - lånekontraktet - kan avse fordringar på fysiska och juridiska personer. Avkastningen är som regel fast och påverkas inte av företagets resultat. Vissa skuldebrev är överlåtelsebara och för en del (t ex obligationer) finns t o m särskilda marknader. Andra skuldebrev kan inte överlåtas. Konvertibla skuldebrev kan omvandlas till aktiebrev.

Aktiebrevet - ägandekontraktet - representerar en partiell äganderätt till ett företags nuvarande och framtida nettoförmögenhet. Ersättningen till innehavarna är således beroende av företagets resultat. Kontraktets konkreta utformning skiljer sig från land till land bl a vad avser prioritetsordning vid utdelning (preferensaktier och vanliga aktier) samt i fråga om det antal röster som aktien berättigar till vid en bolagsstämma (exempelvis A- och B- aktier i Sverige). Generellt sett är emellertid de explicita villkoren i de kontrakt som avser det egna kapitalet - aktierna - mer enhetliga än de som gäller det främmande kapitalet - lån.

Om det fanns ett tillräckligt antal marknader för finansiella instrument så att alla individers önskemål om risktagande kunde tillfredsställas (kompletta marknader), skulle omfördelningen av risk kunna hanteras via dessa marknader. I verkligheten försvåras sådana marknadslösningar av att information om risker är ojämnt fördelad och inte fritt tillgänglig (asymmetrisk information). Den som vill överlåta risk på någon annan känner ofta risken bättre än mottagaren, låntagaren har normalt mer information om sin ekonomiska situation än långivaren, den som tecknar en livförsäkring vet mer om sin hälsa än försäkringsföretaget, företagsledningen känner företaget bättre än aktieägaren o s v. Förekomsten av asymmetrisk information har lett till framväxten av mellanhänder specialiserade på att analysera, sprida och omfördela risker.

3.3 Finansiella institutioner

Finansiella institutioner kännetecknas av att deras tillgångar huvudsakligen utgörs av finansiella instrument och att deras inkomster främst härrör från innehav av och transaktioner med dessa instrument. En finansiell institutions uppgift i det

finansiella systemet kan analyseras utifrån tillgångs- och skuldsidorna i dess balansräkning.

Det förefaller av tabell 3.1 finnas en likhet mellan skuld- och tillgångssidorna, åtminstone vad avser löptid. De finansiella institutioner som lånar in kortfristigt tenderar också att låna ut kortfristigt. Det innebär emellertid inte att den mellanliggande institutionen alltid utför en ren mellanhandsfunktion. De två sidorna av verksamheten, anskaffning respektive användning av kapital, kan istället vara förknippade med olika mycket risk och med varierande informationsbehov. En vanlig affärsbank tar exempelvis emot kortfristiga insättningar och lånar ut med kortare eller längre löptider till företag och privatpersoner. Utlåningsverksamheten fordrar emellertid betydligt mer informationsinsamling än inlåningen. För de rena mellanhänderna är de två sidorna av verksamheten, anskaffningen respektive användningen av kapital, relativt lika. De kan indelas i typer efter vilka funktioner de har.

En ren mäklare fungerar enbart som mellanhand vid försäljning av aktier och andra värdepapper. Andra institutioner tar egna positioner d v s köper och säljer också för egen räkning. Den mest avancerade formen av mellanhand ställer själv köp- och säljkurser. Investeringsbankerna fungerar som emissionsinstitut och ser till att värdepapper kommer ut på marknaden. Denna s k garantroll kan omfatta en rad aktiviteter från att ge råd till att ta egna positioner i nyemitterade värdepapper. Investeringsbankerna finansierar sin verksamhet via avgifter de tar ut för sina tjänster.

TABELL 3.1 TYPER AV FINANSIELLA INSTITUTIONER

	Huvudsaklig användning av kapital		
Huvudsaklig källa för kapital	Kort- och medelfristiga fordringar	Långfristiga fordringar	Aktier
Pengar	Centralbank Inlåningsbanker		
Kortfristiga skuldebrev	Kreditkooperativ Finansbolag	Sparbanker Hypoteksinstitut	
	Värdepappersmäklare		
Långfristiga överlåtelsebara skuldebrev		Mortgage banks Utvecklingsbanker Investeringsbanker Pensionsfonder Socialförsäkringsinstitut	
Överlåtelsebara aktier			Fastighetsförsäkringsbolag Holdingbolag "Open-end" investmentbolag
Icke-överlåtelsebara aktier	Låneinstitut Privatbankirer	"Investment"banker	
Förvaltning		Förvaltningsbolag, kapitalförvaltande avdelningar på affärsbanker etc.	

Källa: Goldsmith, Raymond W., 1969
Financial Structures and Development,
New Haven Yale University Press

De rena mellanhänderna skall skiljas från finansiella intermediärer, typ banker, aktiefonder och finansbolag, vilka skapar nya finansiella instrument genom att omvandla tillgångar. De kan t ex ta emot kortfristiga insättningar och erbjuda långfristig långivning. Behovet av omvandling uppstår bl.a genom att individen lever under finansiella restriktioner och att tillgångar inte är perfekt delbara, de kan inte styckas upp i hur små delar som helst. Enskilda individer har därför, i vissa fall, inte råd att knyta en tillräckligt stor del av sin förmögenhet till en enskild tillgång. De finansiella intermediärerna kan då gå emellan och dela upp tillgångarna i mindre delar.Den möjliggör därigenom för den enskilde att diversifiera bort en del av sin

risk. De finansiella intermediärernas vinster kommer huvudsakligen från skillnaden mellan in- och utlåningsräntorna.

Behovet av finansiella intermediärer bestäms i hög grad av vilken omvandlings- och värderingsteknologi som står till buds i de olika leden i finansieringskedjan. Om den enskilde investeraren eller företaget besitter kunskaper och hjälpmedel som gör det effektivare för dem att på egen hand värdera eller omvandla tillgångar, kommer de inte att anlita någon mellanhand. Utbudet av finansiella instrument och utvecklingen av nya finansieringstekniker påverkar också behovet av mellanliggande institutioner. Förändringar i dessa avseenden kan exempelvis förklara varför större företag i allt högre utsträckning söker sig direkt till de finansiella marknaderna och upprättar egna banker.

Den viktigaste formen av finansiell intermediär är banken. Den tar emot inlåningsmedel som lånas ut i bilaterala icke-standardiserade avtal med längre löptider. Utlåningens karaktär ger upphov till ytterligare en viktig funktion för banken, nämligen att övervaka låntagarna och genom en nära relation minska problemen med asymmetrisk information. Denna uppgift ligger för övrigt mycket nära den övervakningsfunktion agentansatsen tilldelar ägarna och kan följaktligen analyseras på liknande sätt.

En annan typ av finansiell förmedlare är aktie- och obligationsfonder. Dessa institutioner är i huvudsak av två typer: investmentbolag med ett fast aktiekapital som endast kan utökas genom emissioner, och ömsesidigt ägda fonder, vilkas kapital ökar och minskar i takt med uttag och insättningar.

Försäkringsföretag fyller också en viktig uppgift i det finansiella systemet genom att erbjuda skydd mot risker av skilda slag. De förfogar dessutom ofta över mycket stora värdepappersportföljer.

Även icke-finansiella företag kan spela en intermedierande roll. De kan dela upp risker och värdera tillgångar på ett sätt som påminner om de finansiella institutionerna. Om de är stora kan de sprida risken på ett stort antal innehav. En aktie i det ägande företaget kan då tolkas som ett härlett instrument, d v s "en fordran på en fordran" på det ägda företagets nettoförmögenhet.

Ofta är flera intermedierande funktioner sammanförda i en och samma institution. Vanliga banker kan exempelvis också fungera som investeringsbanker och ha finansbolag knutna till sig. De finansiella institutionerna är dessutom ofta stora ägare i näringslivet. I många länder regleras arbetsfördelningen dem emellan i lag eller genom frivilliga överenskommelser.

3.4 Finansiella institutioner som ägare

Finansiella institutioner har i många länder betydande aktieinnehav i andra rörelsedrivande företag - ofta förenade med ansenliga riskkostnader. Kan då detta ägande förklaras utifrån den tidigare diskussionen? När det gäller rena mellanhänder, typ fondkommissionärer och investmentbanker, är innehaven av aktier som regel

av kortsiktig natur. De betingas av mellanhandsrollen som främst syftar till att reducera kostnaderna för transaktioner på marknaden. Aktie- och obligationsfonder har som regel starkt diversifierade portföljer med relativt kortfristiga innehav. Riskspridning är det främsta motivet för dessa innehav. Detsamma gäller som regel försäkringsföretagens aktieägande.

Bakgrunden till att banker äger aktier är mer komplex. En del av innehaven är betingade av en ambition att sprida risken i bankens portfölj av tillgångar. Bankägande kan emellertid också ses som ett sätt att omvandla och dela upp tillgångar, exempelvis stora kontrollposter som p g a odelbarheter eller höga informationskostnader är för dyra att omsätta på marknaden. En bankaktie kan således också ses som ett härlett finansiellt instrument.

Banker måste för sin bilaterala utlåningsverksamhet samla ingående information om företagen. Denna kunskap kan utnyttjas för att ta ställning till föreslagna produktionsplaner och eventuellt utveckla nya projekt. Genom att kombinera utlåning med köp av aktier kan bankerna ge signaler till andra potentiella långivare och investerare om att de har förtroende för sittande företagsledning och därmed minska kreditrisken. Ytterligare en anledning för banker att skaffa sig kontrollposter i rörelsedrivande företag skulle kunna vara att de på detta sätt kan påverka företagets skuldsättningspolitik eller räntebetalningarnas storlek.

3.5 De finansiella systemens framväxt

Finansiella system i olika länder varierar inte bara ifråga om omfattning och struktur utan också vad avser deras utveckling över tiden. Finansiella institutioner och instrument har introducerats vid skilda tidpunkter och inte alltid i samma sekvens. Systemens tillväxttakt skiljer sig åt, liksom den grad i vilken de genomträngt skilda sektorer av ekonomin. De finansiella systemen har med varierande framgång och på olika sätt anpassat sig till förändringar i ländernas grundläggande ekonomiska struktur.

Finansiella system växer fram i ett komplext samspel mellan ekonomiska drivkrafter och en rad omgivningsfaktorer (se bl a Rybczinski, 1985). Det finns anledning att här kortfattat redogöra för några av dessa omgivningsfaktorer, eftersom de också direkt och indirekt har spelat roll för ägande- och kontrollstrukturernas utseende.

Den allmänna utvecklingsnivån har inverkat på det finansiella systemets utformning. I-ländernas finansiella system skiljer sig från u-ländernas. Systemen förändras fortlöpande i takt med den allmänna utvecklingsprocessen. Institutionella former har vuxit fram som lösningar på problem i en given miljö. De har sedan spridit sig till andra länder och system och därmed påverkat utvecklingsförloppet där. Alla de institutionella arrangemang som beskrivits - banker, finansbolag, aktie- och obligationsmarknader etc. - är resultat av mänsklig uppfinningsrikedom.

Den ekonomiska utvecklingens förlopp har påverkat det finansiella systemets utformning. I perioder av stark ekonomisk tillväxt kan det vara svårt för de institutionella arrangemangen att följa med i utvecklingsprocessen. Behovet av att på kort tid mobilisera stora mängder kapital har i flera länder, exempelvis i dem vilkas ekonomier industrialiserades sent eller i dem där krig tvingat fram omfattande återuppbyggnad, föranlett en rad offentliga ingrepp och organisatoriska förändringar i det finansiella systemet. Sådana åtgärder har ofta präglats av en tilltro till centraliserade lösningar. Sin mest extrema form har detta tagit sig i de centralplanerade ekonomierna.

Skillnader i synen på rollfördelningen mellan statlig och privat sektor har inverkat på systemens utformning. Statens roll har i vissa länder kommit att omfatta direkt ägande i industrin eller ägande via finansiella institutioner under dess beskydd. I andra fall har statens roll begränsats till lagstiftning och andra indirekta medel för styrning. Av särskild betydelse har givetvis skattesystemets utformning varit. Staten har vidare i många länder reglerat konkurrensen mellan finansieringsformer och skyddat inhemska institutioner mot utländsk konkurrens.

Inkomst- och förmögenhetsfördelningen påverkar också det finansiella systemets utformning. I industrialiseringsprocessens tidiga skeden sker ofta stora omfördelningar av förmögenheter till förmån för redan kapitalstarka grupper. Sparandet i ekonomin har därvid ökat och resurser frigjorts för industrins utveckling. Denna typ av förmögenhetsomfördelningar förekommer också i skeden av kraftig strukturell omvandling och till följd av statliga ingrepp i ekonomin.

Den ekonomiska utvecklingens karaktär inverkar därför på sparkvoten i ekonomin, liksom på spararnas val mellan olika sparformer. Detta styr i sin tur framväxten av finansiella institutioner och instrument. Av särskild betydelse är inflationsförväntningar. Individer med färska erfarenheter av inflation är mindre benägna att spara i former som inte är realvärdesäkra. En aktiemarknad som av tradition har kraftiga kursrörelser är mindre attraktiv för den riskobenägne småspararen.

Ekonomins storlek inverkar också på finansieringssystemets utformning. I ett litet land är möjligheterna att sprida riskerna för stora projekt begränsade. Det är inte heller möjligt att erbjuda samma utbud av finansiella instrument och samma flexibilitet som i ett mycket stort land. De centrala sparinstituten blir med nödvändighet mindre och färre. Följaktligen kan man i en liten ekonomi vänta sig att specialiseringen inom det finansiella systemet inte är lika långt driven.

3.6 Bank- och marknadsorienterade system

Ett komplext samspel mellan ekonomiska drivkrafter och en rad omgivningsfaktorer har givit upphov till institutionella arrangemang som varierar starkt mellan olika kapitalistiska länder. I grova drag kan man urskilja två typsystem - de

bankorienterade och de marknadsorienterade finansiella systemen. De båda typerna skiljer sig markant av vad avser rollfördelningen mellan de ekonomiska aktörerna. De förekommer ofta i litteraturen men de definieras aldrig klart. Vi skall här beskriva de två systemtyperna och peka på samband mellan dem och ägande- och kontrollstrukturen i näringslivet.

Bankorienterade system kännetecknas av mindre fälligt utvecklade marknader för kapital, i synnerhet för riskkapital. Sparandet överförs huvudsakligen i form av kort- och medelfristiga krediter via banker och andra sparinstitut.

Bankerna spelar följaktligen en viktig roll i företagens finansiering. I marknadsorienterade system är kapitalmarknaderna mer utvecklade. Spararna investerar direkt i produktionen, exempelvis i form av aktier och obligationer. Bankerna är mindre betydelsefulla och får i större utsträckning sina medel från andra källor än de ursprungliga spararna, främst genom upplåning på särskilda mellanhandsmarknader.

De två finansiella systemen skiljer sig markant åt vad avser rollfördelningen mellan de ekonomiska aktörerna. Systemen kan ses som alternativa sätt att organisera företagens finansiering. Det finns skäl att anta ett samband mellan finansiellt system och ägande- och kontrollstrukturen i näringslivet. Utifrån den tidigare teoretiska diskussionen kan man formulera några hypoteser om hur dessa samband skulle kunna tänkas se ut (se tabell 3.2). Vissa samband följer mer eller mindre direkt av systemens definition, andra är inte lika uppenbara.

Förekomsten av mellanliggande variabler stör sambanden och gör att hypoteserna knappast är testbara med det material som senare presenteras. Ambitionen begränsar sig därför till att göra en rimlighetsbedömning utifrån det tillgängliga empiriska materialet.

Skillnaderna mellan de två systemtyperna och deras egenskaper i olika avseenden kan till stor del förklaras utifrån banklånets karaktär i förhållande till marknadslån. Banklånet implicerar överföring av detaljerad privat information från företaget till banken. Företaget föredrar i många fall denna form för att hindra konkurrenter från att få tillgång till känsliga uppgifter. Lånet förmedlas normalt i stora poster. Det traditionella banklånet kan inte heller säljas vidare. Banklånets karaktär främjar långfristiga uppbindningar mellan långivare och låntagare. Därmed uppstår grupper med företag runt banken. Kapitalmarknaderna delas upp och möjligheterna till riskspridning är mindre.

Det bankorienterade systemets sämre möjligheter att via marknaden överföra risk från mindre riskvilliga till mer riskvilliga kan kompenseras av skilda riskdelningsarrangemang mellan riskbärare i företagen och av riskspridning inom ramen för de finansiella institutionerna. Aktiemarknadens roll som övervakare av ägare och företagsledning är också mindre utvecklad i det bankorienterade systemet. Intern övervakning samt en stark

lagstiftning och normbildning kan dock minska behovet av dessa externa mekanismer.

I avsaknad av en väl fungerande kapitalmarknad kommer bankerna i det bankorienterade systemet, ofta med statens sanktion, att spela en central roll i ägande- och kontrollstrukturen inom näringslivet. De statliga myndigheterna legitimerar i många fall denna arbetsfördelning genom att i lagstiftningen ge bankerna möjlighet att äga aktier, garantera obligationer och mottaga sparmedel från allmänheten. I ett sådant universellt banksystem kan bankerna sprida sin risk på olika aktiviteter. De får också en långtgående övervakningsfunktion i ekonomin. Tillsammans med andra finansiella institutioner kommer bankerna att bidra med riskvilligt kapital genom att acceptera ett större inslag av risk i lånekapitalet och investera i aktier. Detta avspeglar sig i en högre skuldsättningsgrad i företagen och ett mer utbrett bankägande. Den bättre tillgången till lånekapital minskar också behovet av att finansiera investeringar med internt genererade medel. Vi förväntar oss därför en lägre självfinansieringsgrad i de bankorienterade systemen.

Högre skuldsättning och lägre grad av intern finansiering ökar företagets beroende av de externa intressenterna, men också dessas incitament att övervaka företaget. Vi förväntar oss därför närmare förbindelser mellan företag och långivare liksom mellan företag och ägare i de bankorienterade systemen. Detta kan ta sig uttryck i en mer långfristig finansiell relation, d v s stabilare långivar- och ägarstrukturer. Ägarna, liksom den dominerande banken, är väl kända för företagsledningen och andra externa intressenter.

Ägande- och lånekontrakten är mer komplexa och mindre standardiserade än i marknadsorienterade system. Företagen i de marknadsorienterade systemen, särskilt de stora företagen, ägs ofta av ett mycket stort antal individer på en anonym aktiemarknad.

Det större beroendet av externa finansiärer kan förväntas leda till att företag sluter sig samman i ömsesidigt ägda grupper. På så sätt kan de förbättra sin förhandlingsposition gentemot huvudbankerna och minska risken för fientliga övertaganden.

I definitionen av de två systemen ligger ett antagande om att arbetsfördelningen är längre driven i det marknadsorienterade systemet och möjligheterna till riskspridning på marknaden bättre. Att hålla kontrollposter blir då relativt sett dyrare - kostnaden för att avstå från diversifiering är större. Även om skillnader i systematisk risk kan ge stort utslag i priset på kontroll. Man skulle därför förvänta sig en högre grad av kontrollorienterat ägande i de bankorienterade systemen. I företag av samma storlek skulle man därför vänta sig ett mindre koncentrerat ägande i marknadsorienterade system än i bankorienterade. "Placeraren" som ägartyp skulle således vara vanligare i marknadsorienterade system. I agentkostnadsansatsen skulle samma observation tolkas som en lägre grad av specialisering till följd av sämre fungerande marknader för riskspridning och svagare externa kontrollmekanismer.

TABELL 3.2 FINANSIELLT SYSTEM OCH ÄGANDE- OCH KONTROLLSTRUKTURER I NÄRINGSLIVET - DEFINITIONER OCH HYPOTETISKA SAMBAND

	Typ av finansiellt system	
	Marknadsorienterade	Bankorienterade
Banksektorns storlek relativt övriga finansiella institutioner	Liten	Stor
Bankernas betydelse för företagens finansiering	Liten	Stor
Företagens tillgång till aktiemarknaden	God	Mindre god
Karaktär hos de finansiella flödena i ekonomin	Direkta	Indirekta
Effekter på kapitalstruktur		
Grad av internfinansiering	Hög	Låg
Skuldsättningsgrad i företagen	Låg	Hög
Effekter på ägarstruktur		
Koncentrationsgrad	Låg	Hög
Grad av kontrollorienterat ägande	Låg	Hög
Kort/långfristigt ägande	Kort	Liten
Bankers ägande	Mindre utbrett	Mer utbrett
Interföretagsägande	Mindre utbrett	Mer utbrett
Finansiellt betingade grupper av företagande	Mindre vanliga	Vanliga
Karaktär hos ägarrelationen	Anonym, standardiserad	Välkänd, ostandardiserad
Dominerande ägartyp	Placeraren	Entreprenören
Dominerande riskbärarform	Riskspridning	Riskdelning

En högre grad av kontrollorienterat ägande är också väl förenligt med långsiktiga ägarrelationer och därmed stabila ägarstrukturer. Ett närmare studium skulle sannolikt visa på en rad former för långtidskontrakt mellan företagens intressenter med syfte att minska behovet av upprepade och kostsamma transaktioner på de mindre utvecklade marknaderna. Ett system som domineras av långsiktiga kontraktsrelationer är mer ägnat att bygga upp förtroende mellan ekonomiska aktörer.

Den höga graden av kontrollorienterat ägande i de bankorienterade systemen stimulerar framväxten av mycket stora institutioner som kan diversifiera även kontrollposter i storföretag. De finansiella intermediärerna kan förväntas spela denna roll. De höga transaktionskostnaderna på marknaderna borde göra att den undre gränsen för vilka tillgångar som kan handlas på marknaden är högre i det bankorienterade systemet. Problemet med odelbarheter är därmed större än i ett marknadsorienterat system. En finansiell intermediär eller en mellanhandsägare, exempelvis ett icke-finansiellt företag, kan behövas för att dela upp tillgångar i mindre delar.

De två systemen kan också diskuteras utifrån de fyra ägarrollerna (se tabell 3.3). I det marknadsorienterade systemet skulle kapitalförsörjarrollen i huvudsak spelas av värdepappersmarknaderna där spararna investerar direkt i företagen. I det bankorienterade systemet fyller bankerna denna funktion. Riskbärarrollen innehas i de marknadsorienterade systemen av spridda, diversifierade småägare och övervakarfunktionen utförs av en rad externa övervakningsmekanismer. Entreprenörsrollen är i första hand förknippad med företagsledningen. I de bankorienterade systemen spelas samtliga dessa roller huvudsakligen av andra kontrollorienterade storägare och ibland av banker.

TABELL 3.3 DE TVÅ SYSTEMEN OCH ÄGARROLLERNA

Roller	Marknadsorienterade system	Bankorienterade system
Kapitalförsörjare	Direkt från spararna	Genom banker
Riskbärare	Spridda, diversifierade småägare	Bank, storägare
Övervakare	Externa övervakningsmekanismer	Bank, storägare
Entreprenör	Företagsledningen	Storägare, (ibland banker)

3.7 Sammanfattning

Det finansiella systemets två grundläggande funktioner, att överföra sparande samt att sprida och omfördela risk, kan organiseras på flera sätt. Olika länders finansiella system skiljer sig åt i omfattning samt i sammansättning av finansiella instrument och finansiella institutioner. Utformningen av det finansiella systemet inverkar på rollfördelningen mellan företagets intressenter.

Intresset koncentrerades i detta kapitel till skillnader mellan bank- och marknadsorienterade system. Dessa representerar två principiellt olika sätt att organisera företagens finansiering. Den grundläggande skillnaden mellan de två systemen avser marknadernas roll i förmedlingen av kapital och omfördelningen av risk, men även arbetsfördelningen mellan de finansiella institutionerna. I bankorienterade system utförs dessa funktioner i högre grad inom ramen för de finansiella institutionerna, i synnerhet bankerna. Sämre möjligheter till riskspridning kompenseras av skilda arrangemang att dela risken mellan företagets intressenter.

De mindre utvecklade marknaderna gör att vi förväntar oss en mer koncentrerad ägarstruktur och en högre grad av kontrollorienterat ägande i de bankorienterade länderna. Bankägande liksom ägande mellan företag, förutspås också vara mer utbrett. Ägarstrukturen antas mer trögrörlig och ägarna väl kända för företagens ledningar. Entreprenören skulle således vara vanligare i denna systemtyp och placeraren mer frekvent i marknadsorienterade system.

4 SEX LÄNDERS FINANSIELLA SYSTEM

I de teoretiska kapitlen 2 och 3 presenterades två typer av finansiella system - bank- och marknads-orienterade. Denna grova indelning utgick från marknadernas betydelse för fullgörandet av finansieringssystemets grundfunktioner - kapitalförmedling och risköverföring. Förenta staterna och Storbritannien brukar framhållas som typiska exempel på marknadsorienterade system, medan Frankrike, Västtyskland och Japan klassificeras som bankorienterade (se exempelvis SOU 1978:12 och Rybczinski, 1985).De institutionella arrangemangen varierar från land till land. Indelningen i bank- respektive marknadsorienterade länder måste därför bli något skönsmässig. Vi följer här en indelning som är relativt allmänt accepterad bland bedömare med god insikt i de finansiella systemens funktionssätt (se exempelvis SOU 1978:12 och Rybczinski, 1985).

Klassificeringen är sannolikt mest osäker för Storbritannien. Landet hade efter andra världskriget i likhet med Förenta Staterna, en förhållandevis intakt och välutvecklad kapitalmarknad. De bägge länderna har emellertid utvecklats i olika riktning, i synnerhet under 1970-talet. Medan obligationsmarknaderna fått ökad betydelse i Förenta Staterna, har de brittiska företagen i allt större utsträckning sökt andra former av lånefinansiering. Det senaste decenniet och i synnerhet avreglering i oktober 1986 har dock inneburit en ökad marknadsorientering. I en aktuell studie av fem länders finansiella system särskiljs också Storbritannien från Japan, Västtyskland och Frankrike. Det brittiska systemet för till samma kategori som Förenta Staterna (Bray et al, 1986). Resten av detta kapitel syftar främst till att utifrån finansiell statistik på nations- och företagsnivå lyfta fram de viktigaste särdragen hos de två typsystemen.

Vi intresserar oss i första hand för skillnader i fem avseenden (1) det finansiella systemets omfattning (2) systemets struktur (3) marknadens relativa betydelse för företagens finansiering (4) kapitalstrukturen i företagen samt (5) de finansiella institutionernas verksamhetsinriktning och relationer till den icke-finansiella företagssektorn. Jämförelsen begränsas till sex länder: Förenta Staterna, Japan, Västtyskland, Sverige, Storbritannien och Frankrike. Länderna täcker ett brett spektrum av institutionella arrangemang. Datainsamlingen har varit mer omfattande för de fyra förstnämnda länderna, medan uppgifter för Storbritannien och Frankrike utnyttjats endast i den mån de varit lätt tillgängliga.

Den redovisade statistiken visar på en rad intressanta skillnader mellan de studerade systemen. Tolkningen måste dock göras med stort mått av försiktighet. Metodproblemen vid denna typ av jämförelser är avsevärda. De två viktigaste källorna för statistik om finansieringssystemets uppbyggnad är nationalräkenskaperna och företagens egna redovisningar. Jämförbarheten mellan länder hos dessa data försämras av att bokföringsprinciperna varierar bl.a ifråga om hur olika sektorer definieras, hur poster fördelas på olika konton samt hur dessa poster behandlas i olika

konton. Skillnader föreligger också i fråga om urvalsprocedurerna för insamling av företagens räkenskaper skiljer sig också. I några länder är urvalen mycket omfattande, medan de i andra innefattar endast en mindre del av det totala antalet företag. skillnaderna i statistiken försvårar men omöjliggör inte jämförelser.

Kvaliteten hos den officiella statistiken över finansiella flöden och stockar, de s.k finansräkenskaperna, har i många länder markant förbättrats under senare år. Dessa förbättringar har emellertid motverkats av den snabba utvecklingen av nya finansiella instrument. I växande utsträckning har finansiella flöden antagit formen av förhandlingsbara och överlåtbara värdepapper. I kombination med en ökad komplexitet i de finansiella instrumentens utformning har detta bidragit till att en allt större del av kredittransaktionerna genomförs utan att registreras i bankernas balansräkningar. Därmed har informationsvärdet hos redovisade data minskat. Gränsdragningsproblemen mellan olika former av finansiella instrument har också ökat. Dessutom har nya institutioner som ofta ligger utanför den offentliga statistiken kommit att spela allt viktigare roller i de finansiella systemen.

De förbättrade möjligheterna att överlåta tillgångar och den höga omsättningstakten har gjort det svårare att fastställa vem som faktiskt äger eller innehar en viss tillgång. Detta gäller i synnerhet banker där förändringar i bankernas tillgångar inte nödvändigtvis korrekt avspeglar förskjutningar i låntagarnas skulder. För att studera dessa nya utvecklingstendenser fordras information på en helt annan detaljnivå än vad som varit brukligt i officiell statistik.

Den amerikanske ekonomen Raymond Goldsmith har i ett pionjärarbete sökt överbrygga metodproblemen och göra jämförelser länder mellan något mindre vanskliga (Goldsmith, 1985). Han har med jämförbarheten för ögonen sammanställt tjugo länders nationalräkenskaper. Studien koncentrerar intresset till utveckling mellan marknadsekonomier och centralplanerade ekonomier samt mellan industriländer och utvecklingsländer. Systemens förändring kartläggs också. Det statistiska materialet medger även jämförelser utifrån den indelning som står i fokus för vårt intresse här.

4.1 Systemens omfattning

En naturlig första jämförelse är att se till det finansiella systemets omfattning i förhållande till ekonomin som helhet. Goldsmith beräknar för detta ändamål kvoten mellan finansiella tillgångar och bruttonationalprodukten (se tabell 4.2). Med detta mått framträder inte några signifikanta skillnader mellan bank- och marknadsorienterade system. Storbritannien har en markant högre kvot, vilket till stor del torde förklaras av Londons betydelse som internationellt finansiellt centrum. Övriga länder är svåra att skilja åt. I den bankorienterade gruppen av länder har de finansiella tillgångarna under efterkrigstiden vuxit kraftigt relativt bruttonationalprodukten. Denna kvot höll sig

under samma period förhållandevis konstant i länderna med marknadsorienterade finansiella system.

TABELL 4.1 FINANSIELLA TILLGÅNGAR I RELATION TILL BRUTTONATIONALPRODUKTEN 1950-1984

	1950	1965	1978	1984
Frankrike	1.72	3.26	3.29	3.37
Förenta Staternas	3.90	4.42	3.90	4.06 a)
Japan	2.19	4.09	4.68	6.07
Storbritannien	5.71	4.77	6.64	5.22
Sverige	2.19	3.73	4.44	4.90
Västtyskland	1.53	2.00	3.83	..

a) Avser år 1983

Källor: Goldsmith, 1985, National Balance Sheets for 20 Countries, National Bureau of Economic Research, New Haven: Yale University Press. OECD Financial Accounts 1972-1984.

TABELL 4.2 FINANSIELL INTERRELATIONSKVOT 1950-1978 (a)

	1950	1965	1973	1978
Frankrike	0.55	1.24	0.92	0.83
Förenta Staterna	1.17	1.28	1.11	0.99
Japan	0.55	0.81	0.92	1.02
Storbritannien	1.77	1.50	1.29	1.11
Sverige	0.55	1.03	1.24	1.27
Västtyskland	0.40	0.92	0.85	0.89

a) Den finansiella interrelationskvoten beräknas som kvoten mellan de finansiella tillgångarna och summan av de reala tillgångarna och nettobalansen gentemot omvärlden.

Källa: Goldsmith, 1985.

Bilden blir i stort densamma om man ser till den s.k finansiella interrelationskvoten - FIR-kvoten (Goldsmith, 1969 och 1985). Detta mått beräknas genom att de finansiella tillgångarna divideras med summan av de reala tillgångarna och nettobalansen gentemot omvärlden. Tabell 4.3 visar utvecklingen under perioden 1950-1978. De finansiella tillgångarna har vuxit kraftigt relativt övriga tillgångar i de bankorienterade systemen. I de marknadsorienterade finansiella systemen är tendensen den motsatta. Goldsmith konstaterar att kvoten för de utvalda länderna, förefaller liksom för resten av de industrialiserade läder han studerat, tendera mot ett. Denna något svårförklarliga regelbundenhet, i kombination med det faktum att måttet beskriver de finansiella sektorerna i Förenta Staterna och Storbritannien som minskande under 1970-talet, gör att man kan ifrågasätta FIR-kvoten som mått på den finansiella sektorns relativa betydelse för ekonomin.

4.2 Systemens struktur

Goldsmith klassificerar också länders finansiella system efter graden av finansiell intermediering. Han mäter denna med den s.k finansiella intermedieringskvoten, d.v.s kvoten mellan de finansiella institutionernas finansiella tillgångar och de samlade finansiella tillgångarna. (Detta är onekligen ett grovt mått eftersom finansiella institutioner inte nödvändigtvis ägnar sig åt intermediering.) Inte heller detta mått visar på några systematiska skillnader mellan bank- och marknadsorienterade system (se Tabell 4.4). Storbritanniens finansiella system framstår även här som mycket omfattande med en kvot om 40,8. Övriga länder varierar mellan 26,1 och 38,5 procent. Detta mått är uppenbarligen mycket grovt och fångar mycket litet av det finansiella systemets struktur.

TABELL 4.3 FINANSIELL INTERMEDIERINGSKVOT 1950-1984 (a)

	1950	1965	1973	1978	1984 1)
Frankrike	27.2	25.8	31.8	32.7	47
Förenta Staterna	29.1	24.0	26.1	26.8	44 2)
Japan	31.7	30.9	28.9	29.9	44
Storbritannien	30.5	33.0	37.9	40.8	43
Sverige	31.7	27.7	27.3	26.1	41 3)
Västtyskland	33.1	33.2	40.5	38.5	..

a) Den finansiella intermedieringskvoten motsvarar de finansiella institutionernas andel av de totala finansiella tillgångarna

1) Siffrorna för 1984 har beräknats utifrån ett annat datamaterial och kan därför inte direkt jämföras med de tidigare åren

2) Avser år 1983

3) Inkluderar socialförsäkringssystemet

Källor: Goldsmith, 1985, op cit
OECD Financial Accounts 1972-1984

Sakakibara (1985) utnyttjar ett annat mått för att skatta graden av finansiell intermediering, nämligen de samlade finansiella skulderna i förhållande till bruttonationalprodukten. Detta är snarast att betrakta som ett slags internt soliditetsmått för nationer (se tabell 4.5). I brist på jämförbara värderingar av reala tillgångar har vi använt kvoten mellan finansiella skulder och bruttonationalprodukten för att få en uppfattning om skuldernas omfattning.

En jämförelse baserad på detta mått (här endast tillgängligt för fyra länder) visar på en generellt starkt ökande "skuldsättningsgrad" och på stora olikheter länderna emellan, men det går inte att utläsa någon entydig skillnad mellan bank- och marknadsorienterade finansiella system. Förenta Staterna har en väsentligt lägre och långsammare växande kvot än Sverige och Japan. Motsvarande värden för Frankrike - här klassificerat som ett bankorienterat system - är dock mycket lika de amerikanska.

TABELL 4.4 SKULDSÄTTNINGSGRAD 1971-1983 (a)

	1971	1975	1984	Procentuell förändring i andel
Frankrike	2.49	2.63 b)	3.29	32.1
Förenta Staterna	2.81	3.27	3.70 c)	31.7
Japan	3.80	4.43 d)	5.79	52.4
Sverige	3.43 e)	3.65	4.91	43.1
Västtyskland		3.40 f)		

a) Skuldsättningsgraden definieras här som de totala finansiella skulderna (exklusive eget kapital) genom bruttonationalprodukten (Sakakibara, 1985).
b) 1976
c) 1983
d) 1977
e) 1970

Källa: Goldsmith, 1985, op cit
OECD Financial Statistics, 1985

Det är, såsom framgått ovan, svårt att entydigt särskilja bank- och marknadsorienterade system på basis av de finansiella tillgångarnas storlek i förhållande till ekonomin som helhet eller till de reala tillgångarna.

Jämförelser mellan de finansiella institutionernas andel av de finansiella tillgångarna ger inte heller några klara skillnader. Olikheten mellan de två systemen förefaller snarare ligga i sammansättningen av finansiella instrument och institutioner samt i inriktningen av de senares verksamhet. Tabell 4.6 visar inhemska bankkrediter i relation till inhemska finansiella tillgångar (IFT) och bruttonationalprodukt (BNP). Med IFT-måttet spelar bankkrediter en större roll i de bankorienterade länderna Frankrike, Japan och Västtyskland, men även i Sverige, är de gör i Förenta Staterna och Storbritannien. Om man ser till BNP-måttet, har Frankrike lägre värden än Storbritannien.

En viktig skillnad mellan systemen är som väntat att bankerna har en viktigare ställning i de bankorienterade systemen. Banksektorn är inte bara större i de bankorienterade finansiella systemen. Den är också annorlunda organiserad. Som regel dominerar en liten grupp stora banker och det statliga inflytandet är ofta starkt. I Frankrike är exempelvis sju av de tio största bankerna statligt ägda. De tre största statliga bankerna svarade för närmare 50 procent av bankernas kreditgivning. Den japanska staten har visserligen inget ägarintresse i de stora affärsbankerna, men de

har stark kontroll över Industrial Bank of Japan och de särskilda bankerna för långfristig kreditgivning till företagssektorn. Dessutom spelar det statliga postsparsystemet en mycket viktig roll i kanaliseringen av insättarmedel till det japanska näringslivet. Det kontrollerade ensamt över en femtedel av den finansiella sektorns tillgångar 1986. I Västtyskland svarade de offentligt ägda giroinstitutionerna och sparbankerna tillsammans för drygt hälften av affärsbanksverksamheten. Westdeutsche Landesbank - en affärsbank i offentlig ägo - tillhör numera de tre största både vad avser samlade tillgångar och total inlåning. Koncentrationsgraden är väsentligt lägre i Förenta Staternas och Storbritanniens finansiella system och det offentliga intresset i det närmaste obefintligt.

TABELL 4.5 BANKKREDITER I RELATION TILL INHEMSKA FINANSIELLA TILLGÅNGAR OCH BRUTTONATIONALPRODUKT 1950-1978 (i procent)

		1950	1965	1973	1978
Frankrike	IFT	14.3	18.3	14.3	16.7
	BNP	24.5	18.3	43.5	49.4
Förenta Staterna	IFT	12.9	11.2	13.6	13.3
	BNP	61.1	47.4	53.4	48.9
Japan	IFT	26.5	23.3	21.6	20.8
	BNP	57.4	95.3	98.3	81.9
Storbritannien	IFT	"	11.1	10.8	9.4
	BNP	"	52.7	53.7	61.9
Sverige	IFT	"	16.1	15.3	15.4
	BNP	"	57.1	62.2	65.0
Västtyskland	IFT	21.9	16.8	24.5	24.3
	BNP	33.1	31.6	76.7	86.4

Källa: Goldsmith, 1985, op cit

Banksektorn är inte bara relativt sett större och mer koncentrerad i de bankorienterade systemen. Den är också i de flesta fall mer inriktad på företagsfinansiering är i de marknadsorienterade systemen. I exempelvis Japan uppges 80-90 procent av bankernas utlåning under 1970-talet ha gått till företagssektorn (Goldsmith, 1985). Motsvarande siffra för bankerna i Förenta Staterna var 50 procent. Skillnaderna mellan systemen antyds också av tabell 4.7 som visar banklån i relation till företagens tillgångar i fem av de studerade länderna. Banklånen spelar med detta mått en väsentligt viktigare roll för företagens anskaffning av kapital i de bankorienterade systemen.

TABELL 4.6 BANKLÅNENS ANDEL AV FÖRETAGENS FINANSIELLA SKULDER (1983) (i procent)

	a,b Japan (mrd) JPY	Förenta Staterna (mrd USD)	c Frankrike (mn FFR)	d Storbritannien (mn BRP)	a Sverige (mn SEK)
Kortfristiga skulder:					
Banklån	146721.3	234.2	49401		47922
(finansiella institutioner)	(54455.7)		(47390)		
Långfristiga skulder:					
Banklån (B)	102588.2	167.7	68060		167954
(finansiella (institutioner)	(31916.8)		(64560)		
x=banklån (A+B)	249309.5	401.9	117461	31296	215876
	(86372.5)		(111950)	(16524)	
y=total balans-omslutning	634050.1	4512.0	475181	302390	891527
	(238364.9)		(435933)	156110	
z=y-eget kapital	525520.7	1710.8	348654	165500	582404
	(181121.9)		(321185)	83058	
banklån (x)	.393	.089	.247	.103 b	.242
tot.bal. (y)	(.362)		(.256)	(.105)c	
banklån (x)	.474	.235	.337	.189 b	.371
tot.skuld (2)	(.477)		(.349)	(.199)c	

a) Industri och handelsföretag (inom parentes endast tillverkningsindustri)

b) I japansk statistik anges ej banker separat. Huvuddelen torde ändå avse banklån

c) Industri och handelsföretag (inom parentes endast industriföretag)

d) Endast storföretag - alla branscher (inom parentes tillverkningsindustri)

e) Inkluderar både banker och andra finansiella institutioner

Källa: OECD Financial Statistics, 1985, Part 3

Bankernas betydelse för företagens finansiering indikerar att de spelar en vidare roll i företagen än den traditionella långivarrollen. Till detta återkommer vi senare. Skillnaderna i banksektorns omfattning och verksamhetsinriktning antyder också olikheter beträffande sammansättningen av den finansiella sektorns produktion av tjänster. Här är emellertid problemen att få fram relevanta mått mycket stora. Vi kommer därför endast antydningsvis att kunna visa på dessa skillnader. Utgångshypotesen är att systemen framför allt skiljer sig när det gäller produktionen av de tjänster som traditionellt utförs av banker, d.v.s värdering och omvandling av tillgångar.

Eftersom intresset i denna rapport primärt är riktat mot de aspekter av de finansiella systemen som direkt berör företagens kapitalanskaffning, kommer vi fortsättningsvis att, som i tabell 4.7, söka avläsa skillnaderna i statistik på företagsnivå. De ovan gjorda jämförelserna av stockdata kompletteras här med flödesstatistik.

4.3 Marknadernas roll i företagens finansiering

Marknaderna för aktier och obligationer varierar kraftigt mellan de studerade länderna såväl i fråga om storlek som aktivitet (se tabell 4.8 och 4.9 för nyemissionsvolymen relaterad till bruttonationalprodukten). Förenta Staterna har länge haft den i särklass mest utbyggda aktiemarknaden med en stark dominans för New York Stock Exchange. De två näst största aktiemarknaderna är Japan och Storbritannien (främst Tokyo- resp Londonbörserna), men sett till marknadsvärde och omsättning har de varit betydligt mindre än marknaden i Förenta Staterna. Obligationsmarknaderna har följt i stort sett samma rangordning. Under 1986 och 1987 har Tokyo-börsen emellertid närmat sig New York till följd av en stark kurstillväxt och en försvagad dollar.

Relateras det sammantagna marknadsvärdet till ekonomins totala storlek dominerar Storbritannien, Japan och Förenta Staterna, medan de franska och västtyska aktiemarknaderna har en svagare ställning i ekonomin (se tabell 4,8). Obligationsmarknadens värde i förhållande till BNP är mycket högt i Storbritannien. Övriga länder visar ungefär samma relationstal.

TABELL 4.7 AKTIEMARKNADENS STORLEK (NYEMISSIONSVOLYM SAMT TOTALT MARKNADSVÄRDE I RELATION TILL BRUTTONATIONALPRODUKTEN)

	Nyemissioner Volym (mn USD) 1976	Procent av BNP a) 1973-1976	1980-1983	Totalt marknadsvärde 1986	(mdr USD) I relation till BNP (1984)
Frankrike	1968	0.8	0.08	150	8.4
Förenta Staterna	10867	0.8	0.9	2203	41.6
Japan	3706	0.9	1.2	1746	51.3
Storbritannien	1903	0.6	1.2	440	55.3
Sverige	926	0.7	X	64	X
Västtyskland	2225	0.5	X	246	11.7

a) Genomsnitt för respektive fyraårsperiod.

Källor: OECD Financial Statistics (Part 3), 1985
OECD National Accounts 1972-1984
Kapitalmarknadsutredningen SOU 1978:12

Om nyemissionsvolymen relateras till ekonomins storlek framträder ett delvis annat mönster. Den relativa omfattningen av nyemitterade aktier blir då något större i Japan, Sverige och Storbritannien än i Förenta Staterna. Motsvarande relationstal är emellertid väsentligt lägre i Västtyskland och Frankrike. I dessa länder var aktieemissionernas relativa storlek lägre, i Frankrike mycket lägre, under perioden 1980-1983 än genomsnittet 1973-1976, medan kvoten för övriga länder stigit något.

Nyemissioner av obligationer har störst relativ betydelse i Förenta Staterna, Japan och Västtyskland. Motsvarande tal är väsentligt lägre i Frankrike och Storbritannien. Sverige intar i detta avseende en mellanställning. Det är emellertid bara i Förenta Staterna och Japan som företagssektorn emitterar aktier i någon större utsträckning. I de bankorienterade länderna spelar obligationsmarknaden en viktig roll för de finansiella institutionernas, främst bankernas, anskaffning av kapital.

Den absoluta storleken på aktie- och obligationsmarknaderna är av betydelse för deras förmåga att erbjuda finansiella instrument och institutioner samt möjligheter till riskspridning. Storleksjämförelser bör ändå göras med betydande försiktighet. Skillnader i bokföringsrutiner och i ägandets uppbyggnad, exempelvis

korsvist ägande inom ramen för koncerner osv, kan medföra att det erhållna resultatet ger en missvisande bild av verkligheten.

Aktivitetsnivån på de nationella värdpappersmarknaderna varierar markant mellan länder och mellan marknaderna för aktier och obligationer (se tabell 4.8). Relateras omsättningen till marknadsvärdet är aktiemarknaderna i Förenta Staterna och obligationsmarknaderna i Storbritannien de mest livaktiga. Någon entydig skillnad kan dock inte konstateras mellan de två systemtyper som står i centrum för denna rapport.

Jämförelser som enbart utgår från storlek riskerar att bli grovt missvisande för marknadernas roll i företagens kapitalanskaffning. För det första är skillnaderna mellan länderna mycket stora vad avser olika samhällssektorers deltagande på marknaderna. I Storbritannien domineras obligationsmarknaden, som framgår av tabell 4.8, av den offentliga sektorn. I Frankrike och Västtyskland är samma marknad i första hand ett instrument för överföring av kapital mellan finansiella institutioner. I Japan har obligationsmarknaden fram till för något decennium sedan varit förhållandevis outvecklad. Den japanska handeln med obligationer har emellertid vuxit kraftigt. Staten och de finansiella institutionerna dominerar nyemissionerna, men också icke-finansiella företag emitterar obligationer i betydande omfattning.

Inte i något av de studerade bankorienterade länderna var företagen en särskilt betydelsefull aktör på obligationsmarknaden under 1970-talet. I Västtyskland sjönk företagens andel av obligationsemissionerna från 5 procent 1971 till en halv procent 1981. För de franska företagen var utvecklingen likartad. Deras andel minskade från i genomsnitt 17 procent under perioden 1971-1975 till 8 procent under den följande femårsperioden. I storbritannien låg företagens andel på i genomsnitt 5 procent under decenniet. I Förenta Staterna, och i viss mån Japan är bilden en annan. Obligationsmarknaden är där alltjämt omfattande och för hushållen är obligationer en betydelsefull sparform.

TABELL 4.8 AKTIVITETEN PÅ AKTIE- OCH OBLIGATIONSMARKNADERNA 1984 (OMSÄTTNINGEN AV VÄRDEPAPPER I FÖRHÅLLANDE TILL MARKNADSVÄRDE)

	Aktie-marknaden (1986)	Obligations-marknaden (1984)
Frankrike (a)	0,38	0,33
Förenta Staterna (b)	0,62	0,007
Japan (c)	0,55	0,41
Storbritannien	0,30	0,70
Sverige (d)	0,32	...
Västtyskland (e)	0,55	0,15

Noter: (a) Parisbörsen. Svarar för mer än 90 procent av den totala omsättningen.

(b) New York-börsen. Svarar för 60-70 procent av den totalt omsättningen.

(c) Tokyobörsen (avdelning 1). Tokyobörsen svarar för 83 procent av den totala omsättningen.

(d) Stockholms Fondbörs.

Källor: Fact ´86, Tokyo Stock Exchange.
The Wardley Guide to World Money and Securities Markets.
Stockholms Fondbörs och aktiemarknaden 1986.

TABELL 4.9 OBLIGATIONSMARKNADENS STORLEK (NYEMISSIONSVOLYMEN 1980-1985 SAMT DE STÖRSTA BÖRSERNAS VÄRDE I RELATION TILL BRUTTONATIONALPRODUKTEN)

Land och sektor	1980	1981	1982	1983	1984	1985
Förenta Staterna						
Staten	5.4	5.4	6.7	7.9	8.7	9.4
Icke finans ftg	2.8	2.2	2.9	3.2	4.2	7.0
Finansiella inst	1.7	1.8	2.2	1.7	1.9	2.4
Övriga världen	0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
Totalt	10.0	9.5	11.9	12.8	14.9	18.9
Japan						
Staten	6.8	7.0	6.8	8.7	7.3	7.5
Icke finans ftg	2.1	2.4	2.6	2.8	3.2	3.5
Finansiella inst	6.2	5.9	6.7	7.2	7.1	7.9
Övriga världen	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
Totalt	15.3	15.6	16.3	19.0	18.0	19.4
Västtyskland						
Staten	1.5	1.7	2.6	2.6	2.6	3.1
Icke finans ftg	0.4	0,4	0.4	0.3	0.3	0.4
Finansiella inst	9.5	11.8	12.5	13.8	12.9	14.7
Övriga världen	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
Frankrike						
Staten	1.6	0.9	1.3	1.6	2.3	2.5
Icke finans ftg	0.5	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7
Finansiella inst	1.9	2.1	2.2	2.5	2.6	3.3
Övriga världen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
Totalt	4.0	3.4	4.3	4.9	5.6	6.6
Storbritannien						
Staten	6.9	5.3	4.1	5.2	4.6	4.4
Icke finans ftg	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.3
Finansiella inst	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
Övriga världen	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2
Sverige						
Staten	6.9	10.6	4.4	11.8	6.5	...
Icke finans ftg	-0.09	0.2	0.5	0.5	0.6	
Finansiella inst	3.0	4.2	3.9	4.1	4.2	...
Övriga världen	0.07	0.08	0.1	0.2	0.07	
Totalt	9.9	15.0	8.9	16.6	11.3	...

Källor: Bank of International Settlements
OECD Financial Statistics

Jämförelser som utgår från den absoluta eller relativa storleken kan också att ge en felaktig uppfattning om värdepappers betydelse för företagens totala finansiering. Den stora och välutbyggda amerikanska aktiemarknaden svarade inte för mer än några få procent av företagens totala kapitalanskaffning (se tabell 4.1). Andelen har visserligen ökat något jämfört med situationen under 1960-talet, men dess relativa betydelse är alltjämt marginell. Bilden var densamma i samtliga studerade länder. Sverige och Japan hade de i särklass lägsta andelarna för nyemissioner - under 2 procent företagens kapitalanskaffning. I övriga länder svarade de för mellan 4 och 6 procent. Problemet med detta mått är emellertid att transaktioner inom företagssektorn tenderar att överdriva marknadernas roll i företagens finansiering. De flesta aktier tillkommer genom försäljning till andra företag, bildandet av dotterbolag eller ombildning från andra företagsformer. Dessa transaktioner syftar som regel inte till att finansiera investeringar i realkapital.

Indelningen av företagssektorn skiljer sig också från land till land. I exempelvis Frankrike omfattar statistiken nyemissioner av icke noterade bolag och statens bidrag till de statliga företagen. I Storbritannien omfattas endast kontantemissioner. Det finns också en risk att jämförelser baserade på nyemissionernas andel i företagens finansiering kan underskatta deras betydelse för kapitalanskaffning. De kan vara särskilt viktiga i vissa faser av företagets utveckling eller för särskilt riskfyllda investeringar. Här spelar givetvis även fördelningen av risktagande mellan företagets olika intressenter en viktig roll. Om långivarna tar en större del av risken minskar betydelsen av nyemissioner. Det kan också, såsom diskuterats i teoriavsnittet, finnas kopplingar mellan nyemissioner och upplåning. Misslyckade nyemissioner kan leda till försiktighet från långivarnas sida. En kombination av upplåning och nyemission av aktier kan användas för att ge signaler till marknaden om företagets ekonomiska ställning.

TABELL 4.10 FÖRETAGENS KAPITALANSKAFFNING (BRUTTO)

		Emissioner av aktier	Emissioner av obligationer	Lån
Japan	1979	3.7	2.5	93.8
	1980	9.9	1.7	88.4
	1981	8.9	2.2	88.9
	1982	12.3	5.5	82.2
	1983	12.2	6.0	81.8
Storbritannien	1979	14.2	- 4.9	90.7
	1980	29.3	- 13.9	83.7
	1981	18.0	6.9	75.1
	1982	11.9	- 13.5	101.6
	1983	35.5	- 26.4	90.9
Förenta Staterna	1979	2.5	17.5	80.0
	1980	20.1	25.3	54.6
	1981	9.7	24.9	65.4
	1982	32.2	43.1	24.7
	1983	29.5	18.7	51.8

Källor: OECD Financial Statistics, Part 3
Corbett & Mayer, 1987 op cit

Ovanstående diskussion har pekat på behovet av mått som ger en mer rättvisande uppfattning om marknadernas verkliga betydelse för förmedlingen av kapital från de ursprungliga sparare till företagssektorn. Ett sådant mått bör exkludera transaktioner inom företagssektorn, d.v.s när företag köper varandras aktier och obligationer eller lånar till varandra (Mayer & Corbett, 1987). Tabellerna 4.1 samt 4.12 a-e (i Bilaga 4) visar dessa nettoflöden av kapital till de icke-finansiella företagen i de länder och för de år för vilka statistik varit tillgänlig. Dessa data omkullkastar flera av de tidigare slutsatserna. I Förenta Staterna och Storbritannien förefaller nyemissionerna inte ha givit något nettotillskott av kapital till företagssektorn under de studerade perioderna. Detta gäller också Sverige, där jämförelsen emellertid bara omfattar tre år.

TABELL 4.11 RELATIONEN MELLAN INTERNT GENERERAT OCH EXTERNT ANSKAFFAT KAPITAL 1979-1983 I FÖRENTA STATERNA, JAPAN
(Siffrorna inom parentes anger interna kapitalöverföringar)

	År	Internt genererat kapital	Externt anskaffat kapital
Japan	1979	26.1	73.9
	1980	40.4	59.6
	1981	33.5	66.5
	1982	48.0	52.0
	1983	49.8	50.2
Förenta Staterna	1979	54.7	45.3
	1980	56.1	43.9
	1981	62.0	38.0
	1982	74.9	25.1
	1983	67.3	32.7
Storbritannien	1979	54.0 (-4.3)	46.0
	1980	63.7 (-3.6)	36.3
	1981	41.7 (9.1)	58.3
	1982	48.4 (11.1)	51.6
	1983	57.5 (3.5)	42.5

Källor: OECD Financial Statistics, Part 3.
Corbett & Mayer, 1987, op cit.

Tvärtemot gängse uppfattning har aktiemarknadens roll som förmedlare varit viktigare för de japanska företagen. Obligationer framstår som en betydelsefull extern finansieringskälla i Förenta Staterna, medan banklån är viktigast i Storbritannien. För det sistnämnda landets del är den starka dominansen för banklån av relativt sent datum. Under 1960-talet spelade obligationer en väsentligt viktigare roll i företagens finansiering. Det senare gäller i än högre grad för obligationer under 1982 och 1983. År 1981 svarade lån för den största delen av den externa finansieringen.

I samtliga länder dominerar emellertid de interna källorna för kapital. Självfinansieringsgraden är även med detta mått relativt sett hög i Förenta Staterna, men Sverige uppvisar betydligt högre procenttal under perioden 1981-1983. De japanska företagen är väsentligt mer beroende av extern finansiering.

Det låga och ofta negativa nettotillflödet av kapital från aktiemarknaden till företagssektorn i Förenta Staterna, Storbritannien och Sverige sammanhänger, som kommer att framgå senare, i hög grad med hur marknader för företagsövertaganden fungerar. I Förenta Staterna kan företag i betydande utsträckning köpa upp

sina egna aktier för att skydda sig mot uppköp eller för att använda dem som betalning vid köp av andra företag. I Storbritannien där köp av egna aktier tills helt nyligen varit förbjudet, har företagen kunnat nå samma effekt genom att köpa andra företag. I Sverige där köp av egna aktier inte är tillåtet, har företagen följt samma mönster som i Storbritannien. I Frankrike, Västtyskland och i synnerhet Japan är företagsövertaganden ovanliga.

De tidigare nämnda metodproblemen försvårar möjligheterna att dra entydiga slutsatser. Några konstateranden kan ändå göras. Värdepapper svarar som regel för en ringa del av företagens totala kapitalanskaffning. Interna källor dominerar i samtliga studerade länder och banklån ger det viktigaste externa tillskottet av kapital i alla länder utom Förenta Staterna. För flera länder har aktiemarknadens nettotillskott av kapital till företagssektorn under senare år varit negativt. Störst betydelse i detta avseende förefaller aktiemarknaden ha haft i Japan, medan obligationsmarknaden spelar en central roll för kapitalanskaffningen i amerikanska företag.

Marknadens möjligheter att genom kontroll av kapitalflödet till företagen direkt styra deras beteende framstår därför som begränsade. Aktiemarknadens mer indirekta inflytande, via andrahandsmarknaden, kan däremot var betydande bl.a genom att den kontinuerligt värderar företagen och därmed sätter ett pris för potentiella övertaganden från andra ägares sida. En väl fungerande andrahandsmarknad för aktier är dock inte någon garant för att företagens försörjning med nytt riskkapital kan tryggas.

4.4 Företagens kapitalstruktur

De mest iögonfallande skillnaderna mellan bank- och marknadsorienterade system framkommer vid en jämförelse av kapitalstrukturen på företagsnivå. En direkt jämförelse av bruttosoliditeten, dvs kvoten mellan kort- och långfristiga skulder och företagets samlade skulder (inkl eget kapital), visar mycket stora variationer mellan länderna (se tabell 4.13).

TABELL 4.13 BRUTTOSOLIDITET (a) (b)

	Japan	Förenta staterna	Storbri-tannien	Frankrike	Väst-tyskland	Sverige
1979	0.85	0.37	0.53	0.68	0.57 c)	0.68
1980	0.37	0.37	0.53	0.70	0.60/0.58	0.68/0.68
1981	0.83	0.37	0.54	0.72	0.60	0.67
1982	0.78	0.37	0.54	0.73	0.59	0.67
1983	0.77	0.38	0.55	0.73	0.59	0.65
1984	-	0.41	-	-	0.58	-

a) Bruttosoliditet definieras som kort- och långfristiga skulder genom totala tillgångar.

b) Täcker icke-finansiella företag i Förenta staterna, Sverige och Japan, större industriföretag i Storbritannien, och handels- och industriföretag i Frankrike. I Västtyskland baseras beräkningarna på extrapolering och omfattar icke-finansiella företag.

c) Tidsserierna bryts till följd av omklassificeringar i Västtyskland och Sverige.

Källa: OECD Financial Statistics, 1985.

En omfattande litteratur har diskuterat huruvida dessa skillnader verkligen avspeglar faktiska förhållanden eller om de snarare är uttryck för olikheter i redovisningsmetoder. De flesta författare är överens om att ojusterade jämförelser baserade på företagsdata underskattar soliditeten i företagen i de bankorienterade länderna. Åtskilliga försök har också gjorts att finna mått som tar hänsyn till skillnader i bokföringsregler och värderingsprinciper.

Inom litteraturen finns huvudsakligen två uppfattningar företrädda. Den ena hävdar att skillnaderna helt avspeglar olikheter i redovisningsmetoder och branschstruktur (se exempelvis Kester, 1986). Om jämförelserna baserade sig på marknadsvärden istället för bokföringsvärden skulle kapitalstrukturen vara i det närmaste identisk, åtminstone vid en jämförelse mellan Japan och Förenta Staterna.

Den andra gruppen av forskare delar uppfattningen att de redovisade soliditetsmåtten överdriver skillnaderna mellan länderna men hävdar att betydande olikheter kvarstår, även om justeringar görs (se bl.a Aoki, 1985; och Corbett & Mayer, 1987).

Corbett & Mayer (1987) har utvecklat ett mått som de kallar nettosoliditet. Tanken är densamma som för det ovan använda nettoflödesbegreppet: att eliminera dubbelräkningar. Nettosoliditet uttrycker nettoskulden i förhållande till eget kapital minus innehav av aktier i andra företag (se tabell 4.14).

Företagen i de marknadsorienterade systemen i Förenta Staterna och Storbritannien framstår även med detta mått som betydligt mindre skuldsatta än sina motsvarigheter i Japan och Frankrike. Svenskt näringsliv förefaller också som förhållandevis starkt skuldsatt.

Dessa beräkningar är baserade på tillgångarnas bokförda värde. En ovan antydd metod för att undkomma problemen med skillnader i redovisningsrutiner vore att utnyttja tillgångarnas marknadsvärden. Även om denna metod är känslig för olikheter i effektivitet mellan aktiemarknader, ger den sannolikt en bättre uppfattning om kapitalstrukturen. Tabell 4.15 redovisar fem skattningar huvudsakligen baserade på marknadsvärden. Mätningarna för Japan och Förenta Staterna är tyvärr inte helt jämförbara eftersom de förra utnyttjar bokföringsvärden för skulderna, medan de senare använder marknadsvärden rakt igenom. Denna skillnad i beräkningsmetod är emellertid av mindre betydelse eftersom obligationer (den enda skuldpost som prissätts direkt på marknaden) spelar en underordnad, om än inte försumbar, roll i de japanska företagens finansiering. Mätningarna visar på signifikanta skillnader mellan de två änderna med en väsentligt högre skuldsättningsgrad för de japanska företagen.

TABELL 4.14 NETTOSOLIDITET a) (Bokföringsvärde, nettoskulderna i förhållande till eget kapital minus innehav av aktier i andra företag)

	Frankrike b)	Förenta staterna c)	Japan d)	Storbritannien e)	Sverige f)
1971	..	.28	..	..	..
1972	.56	.27	..	..	..
1973	.57	.26	..	..	..
1974	.59	.23	..	..	..
1975	.60	.22	..	..	..
1976	.62	.22	..	..	..
1977	.63	.22	..	.35	.59
1978	.59	.22	..	.36	.58
1979	.57	.22	.70	.35	.55
1980	.61	.22	.68	.36	.55/.57
1981	.61	.22	.68	.37	.56
1982	.67	.24	.68	.35	.53
1983	.67	.23	.67	.40	.50
1984	..	.27	..	..	..

a) Nettoskulderna i förhållande till eget kapital minus innehav av aktier i andra företag

Noter:

b) I Frankrikes fall är siffrorna för 1972 och 1973 inte direkt jämförbara. Obligationer har ej dragits från långfristiga skulder vid beräkningar av nettoskulder. Data omfatta industri- och handelsföretag.

c) För Förenta Staterna är siffrorna 1979-1984 hämtade från Corbett & Mayer, 1987.

d) De japanska uppgifterna kommer från Corbett & Mayer, 1987.

e) För Storbritannien är uppdelningen av långfristiga tillgångar ej tillgänglig. Uppgifter 1979-1984 har tagits från Corbett & Mayer, 1987.

f) Den svenska statistiken förändrades 1980 varför data före och efter detta år ej är jämförbara.

Källor: OECD Financial Statistics, 1985.
Corbett & Mayer, 1987, op cit.

TABELL 4.15 FÖRETAGENS SKULDSÄTTNINGSGRAD I JAPAN OCH USA (MARKNADSVÄRDEN)

	Japan			Förenta Staterna	
	a	b	c	d	e
1979	0.59	0.64	0.27	0.38	0.36
1980	0.57	0.60	0.26	0.35	0.32
1981	0.56	0.62	0.26	0.30	0.28

Källor: a) Wakasugi i Holland, 1984. (Skuldernas bokförda värde/marknadsvärde av eget kapital).

b) Sakuraba, Bank of Japan. (Samma som Wakasugi).

c) Corbett & Mayer, 1987, baserat på Wakasugis data (nettoskuld/nettovärdet av eget kapital).

d) Holland i Holland, 1984. (Skuldernas marknadsvärde/marknadsvärdet av eget kapital).

e) Taggart i Friedman, 1985 (Skuldernas marknadsvärde/marknadsvärde av eget kapital).

Både jämförelser baserade på justerade bokföringsvärden och de som utnyttjar marknadsdata ger således vid handen att företag i bankorienterade länder har en generellt högre skuldsättningsgrad än sina motsvarigheter i marknadsorienterade finansiella system. När denna skillnad väl konstaterats inställer sig två frågor, nämligen: (i) varför företagen i bankorienterade länder skulle efterfråga en högre grad av lånefinansiering (efterfrågestyrning) samt (ii) varför företagets kapitalförsörjare i dessa länder skulle acceptera en högre skuldsättningsgrad (utbydsstyrning)?

En ofta framförd förklaring utgår från skatteeffekter. Två omfattande studier av skillnader i skattesystem visar inte något entydigt samband mellan olikheter i graden av lånefinansiering och självförsörjningsgraden (Fullerton & King), 1985, samt Shoven & Tachibanaki. En annan studie pekar också på att olikheter i skatteskalor och skattesystemets struktur inte räcker för att förklara någon större del av de observerade skillnaderna (Ando & Auerbach, 1985). Japansk företagsbeskattning ökar kapitalkostnaden markant jämfört med Förenta Staterna och avdragsmöjligheterna ger inte tillräckligt stora fördelar.

En annan möjlighet att identifiera förklaringar vore att uppskatta kapitalkostnaden direkt genom att mäta räntabiliteten på kapital i företagen. Denna typ av mätningar försvåras emellertid av skillnader i inflationstakt och redovisningsmetoder, exempelvis principer för lagervärdering. Två studier som sökt jämföra kapitalkostnader för amerikanska och japanska företag kommer trots olika metoder och datamaterial till den gemensamma

slutsatsen att räntabiliteten på kapital är någon procentenhet lägre i Japan än i Förenta Staterna (Corbett & Mayer, 1987). Lånat kapital framstår således som, relativt sett, något dyrare för de japanska företagen än för de amerikanska.

4.5 Relationen långivare - låntagare

Om olikheter i kapitalkostnaderna till följd av skillnader i skattesystem eller räntabilitet inte förmår förklara de observerade skillnaderna återstår endast institutionellt betingade förklaringar. En rad författare ser den högre skuldsättningsgraden som ett uttryck för en annan relation mellan företag och långivare (främst banker). En empirisk studie på japanskt material visar exempelvis att de företag som står nära bankerna inom ramen för de s.k finansiella grupperna har lägre soliditet än de fristående företagen (Nakatani, 1985).

Förekomsten av räntereglering och kreditransonering skulle motivera företagen att utveckla nära kontakter med banker. Företagen skulle på detta sätt försäkra sig om tillgång till kapital. Om detta vore förklaringe, skulle man iaktta ett mönster där företag med dessa nära relationer hade lägre kapitalkostnader än de fristående företagen. Den ovan nämnda japanska studien antyder snarare att det motsatta sambandet gäller.

Andra författare förklarar den högre graden av lånefinansiering med att aktiemarknaden, i synnerhet om den är mindre utvecklad, tenderar att undervärdera nya projekt (Hodder & Tschoegl, 1985). Det skulle därför vara billigare att finansiera dessa investeringar med lån. Aoki (1985) visar i en analytisk modell hur lånefinansiering kan bli mer önskvärd för företagen i de fall aktieägarna kräver höga riskpremier. Samma resultat kan, enligt modellen, också uppkomma som ett resultat av att bankerna direkt kan påverka finansieringsbesluten.

Samtliga dessa förklaringar sökte orsakerna primärt hos företagets efterfrågan på olika finansieringsformer. Corbett & Mayer (1987) vill snarare se den högre skuldsättningsgraden som ett uttryck för investerarnas önskemål. En lägre soliditet ökar risken för konkurs i vilket fall såväl banker som aktieägare ådrar sig förluster. Bankerna har emellertid prioritet och kan därför få tillbaka åtminstone en del av sina utestående fordringar. Förutom att aktieägarna riskerar att bli lottlösa vid konkurs, ådrar de sig högre riskkostnader eftersom fluktuationerna i aktiekursen ökar vid högre skuldsättningsgrad. Ett system med starkt bankinflytande skulle således tolerera lägre soliditet än ett mer marknadsorienterat system. Det skulle också, enligt ett snarlikt resonemang, vara bättre på att hantera de kostnader som följer av att aktieägarna i konkurstillstånd driver strategier med mycket hög risk, eftersom de inte har något att förlora (för en utförligare diskussion av målkonflikter mellan aktieägare och långivare se kapitel 2).

4.6 Sammanfattning

Detta kapitel syftade till att i grova drag karaktärisera bank- och marknadsorienterade finansiella system. Data för sex industrialiserade marknadsekonomier utnyttjades för att lyfta fram de viktigaste skillnaderna mellan systemen. Statistiken visade inte, åtminstone inte med de mått som använts här, på några avgörande olikheter vad avser de finansiella systemens omfattning och grad av intermediering.

Olikheterna framkom istället när man såg till systemets struktur, framför allt den relativa betydelsen av olika finansiella institutioner och deras verksamhetsinriktning. Dessa skillnader visades sig särskilt tydligt vid en jämförelse av bankkrediternas andel av de totala skulderna. Denna kvot var väsentligt högre i de bankorienterade systemen - Frankrike, Japan och Västtyskland. Sverige klassificerades, med detta mått, som ett bankorienterat system. Skillnaderna mellan systemen förstärktes om hänsyn också togs till hur stor del av bankutlåningen som gick till den icke-finansiella företagssektorn.

Än mer iögonfallande blev olikheten vid en jämförelse av företagens balans- och resultaträkningar i de två typerna av finansiella system. Det visade sig, kanske något förvånande, att aktiemarknaderna inte haft större betydelse för att kanalisera riskvilligt kapital från spararna till företagen i de marknads-orienterade systemen under det senaste decenniet sedan hänsyn tagits till transaktioner inom företagssektorn (här kallat nettoflödet av kapital). Jämförelser av soliditeten i företagen visar på en väsentligt högre skuldsättningsgrad i de bankorien-terade systemen (även här utnyttjades ett nettobegrepp för att eliminera dubbelräkningar).

De använda måtten, särskilt de som baserar sig på stockdata, är emellertid bristfälliga. De är visserligen förhållandevis enkla att beräkna och förmår skilja de två systemtyperna på ett sätt som stämmer med de mer intuitiva indelningar som gjorts av författare med nära kännedom om existerande finansiella system. De fördjupar emellertid inte vår insikt om de verkliga skillnad-erna mellan systemen. En utveckling av mått för klassificering av finansiella system bör söka nå en bättre beskrivning av arbetsfördelningen mellan de finansiella institutionerna. Av särskilt intresse är mått som fångar omfattningen av och karaktären hos den finansiella intermedieringen i systemen. Det är här de viktigaste skillnaderna mellan systemen återfinns.

De främsta särdragen hos de bankorienterade finansiella systemen är en högre skuldsättningsgrad i företagen och ett, generellt sett, starkare beroende av finansiering via banklån. En rad tänkbara förklaringar till det observerade mönstret har fram-förts. Särskilt intresse har ägnats några institutionellt betingade orsaker, främst relationerna mellan banker och producerande företag.

Det är iögonfallande att i finansiella system, där företagens soliditet är låg och beroendet av banklån relativt stort, ser

relationerna mellan långivare (främst banker) och företag annorlunda ut. Bankerna besitter mycket ingående information om sina stora kundföretag. De spelar också en rådgivande roll i vid mening och sänder i exempelvis Japan ut tjänstemän som vistas flera år i företagen för att bl.a bevaka bankens intressen. Bankerna har också ofta aktier i kundföretagen. Särskilt betydelsefulla blir bankerna i finansiella kriser, då de ofta ikläder sig huvudansvaret för rekonstruktionen av det drabbade företaget.

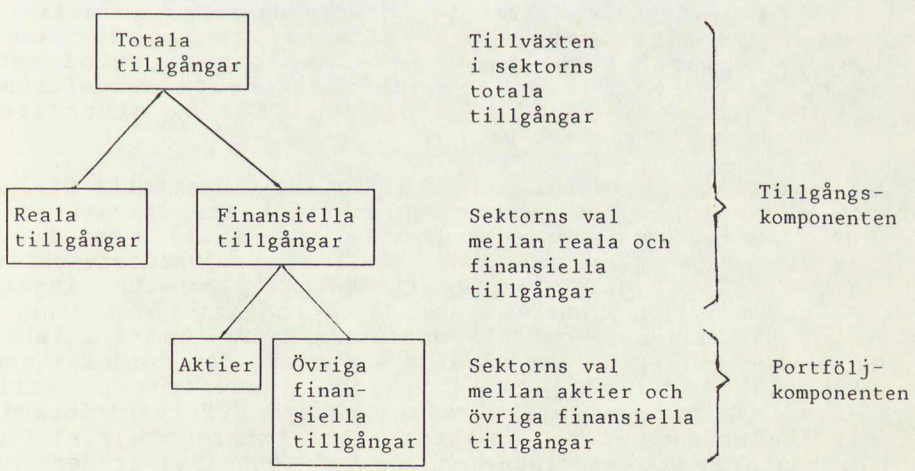
Den vidare rollen för bankerna i de bankorienterade systemen har också implikationer för ägarrollen och ägarstrukturen i näringslivet. Det är dessa skillnader mellan de två systemtyperna som står i fokus för kapitel 7. De ekonomiska implikationerna av de observerade skillnaderna mellan de två systemtyperna har inte heller analyserats närmare. Till dessa återkommer vi i kapitlen 8 och 9.

5 ÄGANDET I NÄRINGSLIVET

Ägarstrukturen i näringslivet har förändrats markant under efterkrigstiden i de studerade länderna. Dessa förändringar i fördelningen av aktieägandet mellan skilda samhällssektorer är nettoresultatet av förskjutningar i fördelningen av tillgångar mellan sektorer (hushållen, icke-finansiella företag, finansiella institutioner samt staten) och i sammansättningen av varje enskild sektors förmögenhet. De senare s k portföljförskjutningarna är i sin tur resultatet av placeringsbeslut på i huvudsak två nivåer: (1) varje sektors val mellan reala och finansiella tillgångar, samt (2) dess val mellan olika typer av finansiella tillgångar.

En uppdelning av detta slag måste göras för att de bakomliggande orsakerna till de observerade förskjutningarna i ägarstrukturen skall kunna analyseras. Skillnader i förmögenhetstillväxt mellan enskilda sektorer har förmodligen delvis andra förklaringar än förändringar i portföljsammansättning. Förmögenhetstillväxten påverkas bl a av skillnader i avkastning mellan olika sektorers portföljer av tillgångar, övriga inkomster samt skatte- och transfereringssystemets uppbyggnad. Yttre störningar, exempelvis i form av förändrade relativpriser mellan arbete och kapital, inverkar också på enskilda sektorers förmögenheter. Den förmodligen viktigaste förklaringen torde ändå stå att finna i skillnader i sparkvot mellan olika sektorer. Vissa sektorer bygger upp sina förmögenheter medan andra konsumerar sina.

Figur 5.1 ANALYSMODELL FÖR FÖRÄNDRINGAR AV EN ENSKILD SAMHÄLLSSEKTORS ANDEL AV AKTIESTOCKEN



Portföljvalen styrs av förväntad avkastning på enskilda tillgångar, av skillnader i önskemål om risktagande och fördelning av inkomster över tiden. Här spelar givetvis skattesystemet en viktig roll. Olika investerarkategorier behandlas olika i skattehänseende. Deras möjligheter att förändra portföljens sammansättning kan också begränsas av institutionella hinder, tex lagstiftning.

På grund av svårigheterna att på ett meningsfullt sätt värdera reala tillgångar och jämföra dessa mellan länder, behandlar den fortsatta framställningen i första hand fördelningen av finansiella tillgångar. Värderingsproblemen för reala tillgångar gör att omfördelningar av de totala tillgångarna mellan sektorer och förskjutningar i en enskild sektors val mellan reala och finansiella tillgångar i de flesta fall inte kan särskiljas.

Den observerade förändringen i aktiestockens fördelning delas här upp i två komponenter. Den ena, kallad tillgångskomponenten, representerar nettoeffekten av förskjutningar i innehav av totala tillgångar mellan sektorer och omfördelning i en enskild sektors portfölj av reala och finansiella tillgångar. Denna nettoeffekt avläses som förändringarna i fördelningen av de finansiella tillgångarna. Den andra komponenten, portföljkomponenten, beskriver förskjutningar i sektorernas portföljer av finansiella tillgångar, portföljkomponenten.

Det material som stått till förfogande för denna rapport är behäftat med flera brister. Den allvarligaste begränsningen gäller förändringar i värderingen av finansiella tillgångar. Vi har för alla länder utom Sverige endast haft tillgång till ett års finansiella stockar. För övriga år har dessa beräknats genom att de finansiella flödena mellan sektorer har summerats alternativt subtraherats från den kända stocken. Med denna metod bortser man förändringar i värderingen av tillgångarna. Denna brist blir särskilt allvarlig för diskussionen av aktiers andel av sektorernas totala finansiella tillgångar. Här kan endast nettoinköp/nettoförsäljning under en given period redovisas (tabell 5.4). För att ge en uppfattning om värdeförändringar kompletteras dessa data med uppgifter om utvecklingen av aktiekurserna i respektive land.

När det gäller fördelningen av de totala finansiella tillgångarna och aktiestocken är detta problem inte lika allvarligt (tabell 5.2 respektive 5.5). De totala finansiella tillgångarnas fördelning påverkas endast av skillnader i värdeutvecklingen på olika finansobjekt i den utsträckning sektorernas ingångsportföljer skiljt sig markant åt. Detta kan inte uteslutas, men vi måste med tillgängliga data acceptera denna brist. I tabell 5.12 (i Bilaga 5) har de här använda siffrorna för fördelningen av de finansiella tillgångarna i Sverige jämförts med Statistiska Centralbyråns statistik som tar hänsyn till värdeförändringar. Skillnaderna är inte anmärkningsvärt stora och riktningen för förskjutningen i andelarna mellan 1970 och 1984 är densamma i de båda materialen. För att siffrorna för aktiestocken skall vara användbara fordras endast att vi antar att värdeutvecklingen

varit ungefär densamma för samtliga sektorers aktieinnehav - ett för vårt syfte mening rimligt antagande.

Jämförelser mellan länder försvåras också av att sektorindelningen, såsom tidigare nämnts, skiljer sig åt mellan de studerade länderna. Särskilt problematisk är hushållssektorn som omfattar en mycket heterogen grupp investerare, från privatpersoner till stiftelser och företag drivna i andra associationsformer än aktiebolag. Denna sektors andel beräknas dessutom som regel som en residual, d v s som det som blir över sedan övriga sektorers tillgångar registrerats. Noggrannheten varierar från land till land. Förbättringar i insamlingsmetoder minskar den residuella delen och överdriver därmed alternativt underskatta hushållssektorns förändring.

Ytterligare en komplikation är att innehav av värdepapper i många fall registreras under den förvaltande finansiella institutionen och inte under hushållssektorn. De statistikinsamlande myndigheterna tvingas därför till grovt tillyxade skattningar. Den snabbt växande floran av finansiella instrument har givit upphov till datainsamlings- och gränsdragningsproblem. Över huvud är variationen i kvalitet mellan olika länders finansräkenskaper betydande. Dessa skillnader i statistiken bör emellertid vara ett allvarligare problem vid jämförelser som avser strukturen vid en viss tidpunkt än vid analyser av förändringar över tiden.

Goldsmith (1986) försöker, trots de nämnda svårigheterna, att ge en fullständig redovisning av de totala, både reala och finansiella, tillgångarna uppdelade på sektorer i sex länder (de fem stora industriländerna i vår studie samt Indien). Svenska data har här hämtas från finansräkenskaperna och en studie av Werin (1986).

TABELL 5.1 FINANSIELLA TILLGÅNGARS ANDEL AV TOTALA TILLGÅNGAR I OLIKA SAMHÄLLSSEKTORER
(i procent; 1975 om ej annat årtal anges)

	Frankrike (1976)	Förenta Staterna	Japan (1977)	Storbritannien	Västtyskland
Samtliga sektorer	40,7 a)	49,2	49,8	53,8	44,0
Hushåll b)	27,2 c,d)	46,1	35,0	47,3	31,2
Stat e)	26,2 f)	15,3	31,3	27,1	20,8
Icke finansiella företag g)	21,7	26,4	40,2	24,8	26,7
Finansiella institutioner	93,6	97,2	97,1	94,1	94,5
Utlandet	100	100	"	99,5	100

Noter: a) Inkluderar ej handelskrediter
b) Inkluderar ideella organisationer, icke-finansiella företag med annan associationsform än aktiebolag
c) Inkluderar "administrations privées" (0,4%) av de totala tillgångarna och företag med en annan associationsform än aktiebolag
d) Inkluderar ej hushållens guldinnehav
e) Inkluderar lokala myndigheter
f) Inkluderar vägar (reseau routier)
g) Inkluderar statliga företag

Källor: Goldsmith, 1985, Comparative National Balance Sheets, Chicago:University of Chicago Press.

Tabell 5.1 visar de finansiella tillgångarnas andel av varje kategoris portfölj vid mitten av 1970- talet. Den mest anmärkningsvärda skillnaden är förmodligen den lägre andelen hos hushållen i de bankorienterade länderna och de japanska icke-finansiella företagens stora andel finansiella tillgångar. I övrigt är de finansiella tillgångarnas andel av de totala tillgångarna påfallande lika för olika sektorer i de studerade länderna.

TABELL 5.2 TOTALA FINANSIELLA TILLGÅNGAR FÖRDELADE PÅ SEKTORER (inom parentes anges den procentuella förändringen i andel under perioden)

		Hushåll %		Icke-finansiella företag %		Staten %		Finansiella institutioner %		Utlandet %	
Frankrike	1971	28		17		9		36		10	
	75	28		14		8		41		10	
	80	26		11		7		45		11	
	84	25	(-10)	11	(-38)	7	(-15)	47	(+32)	10	(0)
Förenta staterna	1971	46		8		4		40		3	
	75	42		9		4		41		3	
	80	39		10		4		43		4	
	83	38	(-17)	9	(+13)	4	(0)	44	(+10)	4	(+100)
Japan	1971	23		30		5		40		2	
	75	24		26		6		42		2	
	80	26		22		7		43		2	
	84	26	(+13)	19	(-37)	7	(+40)	44	(+10)	3	(+50)
Sverige	1970	25		14		9		49		3	
	75	22		16		9		49		4	
	80	18		17		9		50		7	
	85	16	(-35)	18	(+25)	7	(-20)	48	(-2)	11	(+267)
Storbritannien	1971	28		13		8		36		15	
	75	25		11		8		39		17	
	80	22		9		7		41		21	
	84	22	(-21)	9	(-31)	5	(-38)	43	(+19)	22	(+47)

Källor: Goldsmith, 1985, Comparative National Balance Sheets, Chicago:University of Chicago Press
OECD National Accounts:1972-1984 och 1970-1982

5.1 Fördelningen av de finansiella tillgångarna

En analys av de finansiella tillgångarnas fördelning mellan skilda samhällssektorer 1984 visar också ett påfallande enhetligt mönster (se tabell 5.2). I samtliga studerade länder svarade de finansiella institutionerna för drygt 40 procent (i Sverige 48 procent om socialförsäkringssystemet inkluderas) av de totala finansiella tillgångarna. För Västtyskland har jämförbara data inte varit tillgängliga. En studie av Iber (1985) hävdar emellertid att olika sektorers innehav av finansiella tillgångar växte i stort sett proportionellt under perioden 1963-1983. Stat, banker, företag och hushåll tappade marginellt gentemot

övriga finansiella institutioner.) Hushållens andel uppgick till en dryg femtedel (med Förenta staterna och Sverige som undantag - 38 resp. 12 procent). De icke-finansiella företagen svarar för ca 10 procent. Återigen avviker Sverige med en andel om 18 procent från mönstret. I Japan var motsvarande andel också hög, 19 procent. Statens innehav svarade för runt 5 procent i samtliga länder. Utländska innehav var stora i Storbritannien och förhållandevis små i Förenta staterna och Japan.

Samma mönster - med stora likheter mellan länderna och Sverige som något av ett undantag - växer fram om man ser till förskjutningar i fördelningen av de finansiella tillgångarna mellan olika sektorer under 1970- och 1980-talen. De totala finansiella tillgångarna växte kraftigt under perioden. Eftersom materialet inte tar hänsyn till värderingen i ursprungsstocken, är den verkliga nominella ökningstakten än högre. Ökningen ligger mellan 203 procent för Förenta staterna och 538 procent i Sverige (i löpande priser). I övriga tre länder har tillväxten varit mellan 342 och 416 procent. (Om hänsyn tas till skillnader i inflationstakt mellan länderna framstår den svenska tillväxten som mindre exceptionell).

Finansiella institutioner expanderade sina andelar markant i samtliga länder utom Sverige där andelen endast steg marginellt under perioden. Eftersom kvoten mellan finansiella och totala tillgångar har ökat under perioden i alla de studerade länderna är detta liktydigt med en uppbyggnad också av de finansiella institutionernas andel av de totala tillgångarna i samhället.

Hushållen förlorar mark relativt andra sektorer i samtliga länder utom Japan. I Sverige var minskningen i andel hela 35 procent under perioden 1971-1984. I övriga länder låg nedgången på mellan 10 och 20 procent.

Icke-finansiella företag gick kraftigt tillbaka i alla länder utom Förenta staterna med en låg relativ andel för denna grupp och Sverige där de ökade från 14 procent till 18 procent - en ökning av andelen med 25 procent. Statens relativa innehav sjönk eller låg stilla i samtliga länder utom Japan där den ökade något. De utländska innehavens andel gick upp i samtliga länder utom Frankrike.

Sammanfattningsvis är strukturen men också förändringsriktningen anmärkningsvärt lika i de studerade länderna. Finansiella institutioner ökade sin andel av de finansiella tillgångarna och svarade vid periodens slut för mer än två femtedelar. Hushållen och de icke-finansiella företagen gick som regel tillbaka. Sverige framstår som ett undantag med en högre andel för finansiella institutioner (om socialförsäkringssektorn förs dit) och icke- finansiella företag samt en lägre andel för hushållssektorn. De finansiella tillgångarna växte kraftigt under perioden. De icke-finansiella företagen expanderade i Sverige sin andel på hushållens och statens bekostnad.

5.2 Portföljsammansättning

Likheten i förmögenhetsstruktur mellan de studerade länderna går igen också när det gäller sammansättningen av portföljen av finansiella tillgångar (se tabell 5.3). Aktier svarade vid 1970-talets mitt för mellan 4 och 16 procent av de totala finansiella tillgångarna. Andelen var högst i Frankrike och Förenta Staterna och lägst i Sverige.

I samtliga länder utom Sverige håller icke- finansiella företag en högre andel aktier i sina portföljer än genomsnittet för samtliga sektorer. Denna sektor liksom de finansiella institutionerna förefaller, av tabell 5.4 att döma, ha minskat sin andel mindre (alt. ökat den mer) än andra sektorer i alla de studerade länderna. Hushållen torde ha minskat aktiernas andel i sina portföljer kraftigt relativt andra sektorer överallt utom i Sverige. Den generella tendensen till ökade fluktuationer i aktiekurserna - och därmed höjd risknivå - kan vara en förklaring till det observerade mönstret. Hushållen med mindre möjligheter till diversifiering av sina portföljer är känsligare för förändringar i risken. Här finns emellertid också stora skillnader mellan länderna i graden av förskjutning och en rad länderspecifika orsaker till de observerade mönstren.

TABELL 5.3 AKTIERS ANDEL AV VARJE SEKTORS PORTFÖLJ AV FINANSIELLA TILLGÅNGAR (i procent)

	Hushåll	Icke-finansiella företag	Staten	Finansiella institutioner	Utlandet	Genomsnittlig aktieandel
Frankrike a) (1976)	14,0	44,2	43,1	3,2	21,4	16,2
Förenta staterna (1975)	16,2	20,2	-	9,0	12,9	13,8
Japan (1978)	8,0	7,7	0,0	5,8	-	6,6
Sverige (1975)	10,6	4,0	0,5 b)	2,5	4,2	4,2
Storbritannien (1975)	18,0	11,0	4,4 c)	10,5	2,4	10,4
Västtyskland (1975)	5,5	17,6	14,9	2,0	17,2	7,2

Noter: a) Handelskrediter ej inkluderade. Statliga donationer ingår i aktier.
b) Socialförsäkringssystemet inkluderat.
c) Endast, centrala myndigheter inkluderade.

Källor: Goldsmith, 1985, Comparative National Balance Sheets, Chicago:University of Chicago Press

Tabell 5.4 NETTOTRANSAKTIONER MED AKTIER
(varje sektors innehav av aktier samt kumulerade nettotransaktioner under tre perioder; index avser aktiekursernas utveckling under perioden 1977-1984)

			Hushåll	Icke-finansiella företag	Staten	Finansiella institutioner	Utlandet
Frankrike	Stock (1976)		208,2	294,8	173,1	71,1	198,6
(mdr FFR)	Netto-	1972-1976	21,589	21,994	37,434	35,408	31,810
index: 307	transak-	1977-1980	34,356	32,501	41,386	58,552	42,951
	tioner	1981-1984	96,154	153,453	118,441	126,697	99,104
Förenta	Stock (1975)		427,5	171,0	-	230,85	25,65
Staterna	Netto-	1972-1975	-17,223	38,849	-	47,056	21,509
(mdr USD)	transak-	1976-1980	-40,598	87,333	-	63,157	59,599
index: 146	tioner	1981-1983	-32,968	26,203	-	116,820	64,407
Japan	Stock (1977)		17,54	18,20	0,14	34,19	3,61
(biljoner	Netto-	1972-1977	1,550	3,595	0,026	6,616	-
JPY)	transak-	1978-1980	0,440	1,019	0,006	4,666	-
index: 249	tioner	1981-1984	1,949	3,030	0,039	10,553	-
Sverige	Stock	-	-	-	-	-	-
(mrd SEK)	Netto-	1971-1975	- 5,280	12,862	8,093	2,561	4,355
index: 449	transak-	1976-1980	- 5,301	22,074	14,367	5,143	6,139
	tioner	1981-1984	- 1,407	48,142	14,951	16,232	17,593
Stor-	Stock (1975)		25,311	6,313	1,947	23,128	2,301
britannien	Netto-	1972-1975	- 4,367	2,135	0,619	4,986	1,051
(mdr	transak-	1976-1980	-11,020	8,840	-0,503	15,914	2,302
GBP)	tioner	1981-1984	- 7,441	7,410	-1,348	23,600	4,945

Källor: Goldsmith, 1985, Comparative National Balance Sheets, Chicago: University of Chicago Press
OECD National Accounts: 1972-1984 och 1970-1982

I Förenta staterna har utländska placerare i ökande grad intresserat sig för aktier. En fördubbling av denna sektors totala finansiella tillgångar i USA och en förmodad förskjutning i dess portfölj, är utslag av en kraftigt ökad utländsk efterfrågan på direkt- och portföljinvesteringar betingad av förment undervärderade amerikanska företag och en periodvis lågt värderad dollar.

De brittiska hushållen har minskat andelen direktägda aktier i sin portfölj. Istället har de icke- finansiella företagen visat ett påtagligt större intresse för aktier relativt andra finansiella tillgångar.

I Frankrike håller icke-finansiella företag (och staten) en mycket hög andel av sina tillgångar i form av aktier. Även

utländska placerare intresserar sig för franska företags aktier. Detta ägande är, som kommer att framgå, i hög grad kontrollorienterat, d v s utländska företag äger kontrollposter, som regel majoritetsposter, i franska företag.

Portföljförändringarna i Västtyskland uppvisar ett mönster snarlikt det franska. Icke-finansiella företag och staten håller höga andelar aktier i sina portföljer av finansiella tillgångar. Dessa andelar förefaller ha minskat väsentligt långsammare än övriga sektorers. Utländska placerare och hushåll skar under perioden kraftigt ned sina aktieandelar. Efter 1983 har de västtyska aktiebörsen upplevt en kraftig kursuppgång, vilken i någon mån brutit trenden från 1970-talet och 1980-talets första år.

I Japan förefaller aktieandelen i de olika sektorernas portföljer ha minskat i stort sett proportionerligt. Minskningen är kraftigast för hushållen och minst påtaglig för de icke-finansiella företagen.

Sverige är även i detta avseende ett undantag. En gynnsam kursutveckling på Stockholms fondbörs har stimulerat aktieägandet. Samtliga investerarkategorier utom utländska placerare har ökat sin andel aktier i portföljen av finansiella tillgångar. Ökningarna är i stort sett proportionerliga.

5.3 Fördelningen av aktieägandet

Skillnaderna mellan de studerade länderna är större när det gäller aktieägandets fördelning på olika sektorer. Denna fördelning studeras här dels för samtliga aktier, dels för börsnoterade aktier. Bristerna i statistiken är, såsom framhållits ovan, betydande. Slutsatserna bör därför omges med reservationer.

I synnerhet gäller detta finansräkenskapernas fördelning av aktier på olika sektorer. Uppgifter baserade på data från börsnoterade företag är i flera länder mindre problematiska, men kvalitetsskillnaderna är stora. Som tidigare gäller dock att dessa metodproblem är allvarligast vid jämförelser som avser en viss tidpunkt. Riktningen på förändringarna kan som regel anges med större säkerhet.

5.3.1 Total aktiestock

Den icke-finansiella företagssektorn svarade vid 1970-talets mitt för mellan 10 och 40 procent av den totala aktiestocken i de studerade länderna. Västtyskland och Frankrike var här iögonfallande undantag med hela 40 respektive 50 procent av aktiestocken ägd av icke-finansiella företag. Statens innehav varierar kraftigt från noll i förenta staterna till ca 20 procent i Frankrike. Det senare landets höga andel kan, såsom berörts tidigare, till stor förklaras av att statens bidrag till de statliga företagen redovisas som aktiekapital. De utländska innehaven uppgick till drygt 12 procent i Frankrike och drygt 13 procent i Förenta staterna. I Storbritannien var andelen lägre,

drygt 4 procent, medan den i Sverige och Japan uppskattas till ca 4 procent.

Hushållens andel, i statistiken definierad som en restpost, av det samlade aktieinnehavet varierade samma år mellan en femtedel i Västtyskland och drygt hälften i Sverige och Förenta staterna (se tabell 5.5). Övriga länder redovisade andelar mellan 25 och 43 procent. Även för finansiella institutioner var skillnaderna mellan länderna stora. I Storbritannien och Japan uppgavs denna sektors andel till ca 40 procent respektive knappt 50 procent. Den amerikanska och svenska statistiken redovisar lägre siffror och i Frankrike och Västtyskland var andelarna inte större än 8 respektive 12 procent.

Förändringsmönstret under den studerade perioden är mer enhetligt. Stockarna för övriga år bortser emellertid från värdeförändringar i ursprungsstocken. Uppgifterna är därför mycket osäkra och i några fall direkt missvisande som exempelvis vad avser hushållsägande i Storbritannien. Denna sektors aktieinnehav har visserligen inte minskat kraftigt, men andelen 1984 underskattas. Hushållen gick ändå tillbaka kraftigt i samtliga länder. Nedgången förefaller ha varit starkast i Storbritannien och Förenta Staterna men mer måttlig i de övriga länderna. Finansiella institutioner ökade också sin andel i samtliga länder. Kraftigast var denna sektors relativa tillväxt i Frankrike. Förenta staterna, Storbritannien och Västtyskland intar mellanställningar, medan de finansiella institutionerna ökade sina andelar endast marginellt i Japan och Sverige.

TABELL 5.5. TOTAL AKTIESTOCK FÖRDELAD PÅ SEKTORER

(inom parentes anges den procentuella förändringen i andel under den studerade perioden)

		Hushåll	%	Icke-finansiella företag	%	Staten	%	Finansiella institutioner	%	Utlandet	%
Frankrike	1971	26,3		38,5		19,1		5,0		11,0	
	75	25,0		35,1		19,7		7,8		12,4	
	80	22,7		30,7		20,1		12,2		14,3	
	84	20,4	(-22)	29,0	(-25)	20,1	(+5)	15,4	(+208)	15,2	(+38)
Förenta staterna	1971	58,1		17,3		-		24,0		0,5	
	75	50,0		20,0		-		27,0		3,0	
	80	37,8		25,2		-		28,7		8,3	
	83	29,5	(-49)	23,7	(+37)	-		34,3	(+43)	12,5	(+2400)
Japan	1971	27,4		25,1		0,2		47,3		-	
	75	25,6		26,0		0,2		48,2		-	(a)
	80	23,6		25,2		0,2		51,0		-	
	84	21,8	(-20)	24,2	(-4)	0,2	(0)	53,8	(+14)	-	
Sverige	1970	56,5		17,4		-		21,7		4,3	
	75	54,3		15,2		2,2		23,9		4,3	
	80	46,7		18,3		3,3	(b)	28,3		3,3	
	84	40,8	(-28)	22,5	(+29)	5,0	(+127)	25,6	(+18)	6,1	(+42)
Storbritannien	1971	54,7		7,7		2,4		33,5		1,7	
	75	42,9		10,7		3,3		39,2		3,9	
	80	19,2		20,3		1,9		52,4		6,2	
	84	6,7	(-88)	22,2	(+188)	0,1	(-96)	61,6	(+84)	9,4	(+453)
Västtyskland	1973	24,3		42,8		10,8		12,1		10,0	
	77	21,0		40,0	(c)	10,0		12,0		17,0	
	85	16,9	(-30)	47,4	(+10)	9,6	(-11)	17,9	(+48)	8,9	(-11)

(a) År 1977 svarade utlandet för 4-5 procent. Data ej tillgängliga för andra år.
(b) Inkluderar socialförsäkringssystemet.
(c) Inkluderar icke-aktiebolag och ideella organisationer. För andra länder inkluderade i hushålls sektorn.

Källor: Goldsmith, Raymond, 1985 National Accounts for 20 countries, National Bureau for Economic Research, Washington D.C.
OECD Financial Statistics, Parts I - II.

Icke-finansiella företag synes ha ökat sin andel kraftigt i Storbritannien, men även i Sverige, Förenta staterna och Västtyskland var ökningarna ansenliga. I Frankrike och Japan förlorade denna sektor mark gentemot övriga kategorier. De statliga innehaven minskade från en låg nivå i Storbritannien. I övrigt redovisar inte denna sektor några stora förändringar. Det utländska ägandet ökade i samtliga länder till följd av kapitalmarknadernas tilltagande internationalisering. Mest iögonfallande var ökningen i Förenta staterna och Storbritannien - de länder som gått längst i att öppna sina kapitalmarknader för utländska placerare.

Ett försök att dela upp de redovisade förändringarna i aktieägarstrukturen i dels förskjutningar i fördelningen av finansiella tillgångar, dels förändringar i sammansättningen av enskilda sektorers portföljer visar på intressanta skillnader.

Minskningen i hushållsandelen kan i alla de studerade länderna utom Sverige tillskrivas portföljförskjutningar, d v s hushållen har i ökande grad sökt sig från aktiemarknaden till andra finansiella objekt. Denna minskning har i Förenta staterna och Frankrike förstärkts av att hushållens innehav av finansiella tillgångar vuxit långsammare än övriga sektorers. För Sveriges del har hushållsektorns andel av aktiestocken minskat trots att aktieandelen i deras portfölj av finansiella tillgångar ökat markant.

De finansiella institutionernas ökade andelar kan i samtliga länder utom Sverige främst tillskrivas förskjutningar i innehaven av finansiella tillgångar. I Storbritannien har denna effekt förstärkts av en relativt andra sektorer mindre reduktion av aktieandelen i portföljen av finansiella tillgångar.

Den kraftiga uppgången för icke-finansiella företag i Storbritannien och Västtyskland är resultat av portföljförskjutningar. Det generellt sett ökade inslaget av utländskt ägande kan i de flesta länder tillskrivas båda de studerade komponenterna. Undantaget är Frankrike där det rör sig om en ren portföljeffekt.

5.3.2 Aktier i börsnoterade företag

Denna rapport koncentrerar fortsättningsvis intresset till ägarstrukturen i de större företagen. För dessa finns i de flesta länder en bättre statistik över ägarförhållanden. En rad av de problem som vidlåder finansräkenskaperna återfinns emellertid också i detta material. Sektorindelningen skiljer sig åt mellan länder och hushållssektorns heterogena sammansättning är alltjämt ett problem. Statistiken är som regel anpassad till varje lands speciella institutionella förhållanden och följaktligen inte lika enhetlig som finansräkenskaperna.

Datainsamlingsmetoderna skiljer sig åt högst väsentligt. Intresset för att bevaka ägarförändringarna i börsbolagen varierar mellan länder. I Förenta staterna har den registrerande myndigheten, Securities and Exchange Commission, fått kraftigt nedskurna anslag och tvingats upphöra med en stor del av sin

datainsamling. Intresset i det amerikanska forskarsamhället för denna typ av kartläggningar har också varit begränsat. Den teoretiska utvecklingen har gått i andra banor och tillgängliga data har varit svårtolkade. Situationen är snarlik i Storbritannien. För Japan och Frankrike är tillgången till ägardata bättre. I Västtyskland har en särskild myndighet, Monopolkommission, till uppgift att fortlöpande kartlägga ägarstrukturen i storföretagen. Bland de länder som omfattas av denna undersökning är datatillgången i särklass bäst i Sverige.

I några länder sker en regelbunden registrering av transaktioner, medan uppgifterna för andra länder baserar sig på särskilda undersökningar. Täckningen är också mycket olika i det material som stått till buds för denna jämförelse. I de flesta länder begränsar sig uppgifterna till en av flera börser, ibland endast till någon avgränsad del av börsen, exempelvis motsvarigheten till A1-listan på Stockholms fondbörs. Informationsvärdet begränsas vidare av att en stor del av de större företagen i många länder inte är aktiebolag och därmed faller utanför ägarstatistiken. Skillnader i principer för konsolidering av dotterbolag kan också minska möjligheterna till jämförelser mellan länder. Olyckligtvis är det material som redovisas här ofta bristfälligt när det gäller redovisningen av de använda definitionerna och metoderna.

Tabell 5.6 visar ägarstrukturen i börsnoterade företag vid början av 1980-talet i de sex studerade länderna. Skillnaderna gentemot tabell 5.5 från finansräkenskaperna omfattande även icke-börsnoterade aktier är för de flesta länderna inte särskilt iögonfallande. Undantagen är Sverige och Frankrike. I det förra fallet är det framför allt andelarna för de icke-finansiella företagen och de finansiella institutionerna, men även hushållen som är olika i de två tabellerna. För Frankrikes del är likheterna mycket små.

TABELL 5.6 INNEHAV AV BÖRSNOTERADE AKTIER FÖRDELADE PÅ SEKTORER (1980 där inget annat anges)

	Hushåll	Icke-finansiella företag	Staten	Finansiella institutioner a)	Utlandet
Frankrike b)	38	22	0	24	16
Förenta Staterna c)	51	15	0	28	6
Japan d)	27	25	0	42	5
Storbritannien e)	28	5	3	60	4
Sverige f)	33 g)	7	0	56	4
Västtyskland h)	17	51	10	15	8

(a) Inkluderar investmentbolag
(b) Samtliga börsaktier
(c) Samtliga amerikanska börser 1979
(d) Tokyobörsen (första och andra avdelningarna)
(e) Londonbörsen 1981
(f) Stockholmsbörsen 1981
(g) Inkluderar aktiesparfonder
(h) 1983. Alla aktiebolag med kapital över DEM 4.75 milj. Icke-finansiella företags andel överdrivs pga dubbelräkning

Källor: Iber, Bernhard, 1985, "Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur in der Bundesrepublik Deutschland (1963 - 1983)", Zeitschrift für Betriebwirtschaft, 55
Industri och industripolitik 1983/84, Industridepartementet 1985.
Securities and Exchange Commission, citerad i Aoki (1984)
Société d'Etudes pour le Développement Economique et Social (SEDES), Commission des Operations de Bourse. Citerade i Hägg (1986)
The Stock Exchange Survey of Share Ownership. Citerad i Hägg och Hörnell (1987)

Om man ser till förändringen över tiden så blir skillnaderna mellan de två datamaterialen väsentligt mindre. Den genomgående ökningen för finansiella institutioner och den likaledes universella minskningen för hushållen återfinns också i statistiken för de börsnoterade aktierna. Icke-finansiella företag ökar sina relativa innehav i samtliga länder. Enligt finansräkenskaperna skulle denna sektor i Frankrike och Japan ha minskat sin andel av aktiestocken.

Likheterna i förändringsriktningen i de två datamaterialen gör det troligt att den tidigare uppdelningen i förskjutningar i fördelningen av finansiella tillgångar mellan olika sektorer och förändringar i portföljerna av finansiella tillgångar ger en likartad bild även för börsnoterade företag. Hushållens minskade andel skulle således främst avspegla portföljförskjutningar,

medan de finansiella institutionernas ökningar kan tillskrivas fördelningskomponenten. De icke-finansiella företagens ökade relativa innehav i Storbritannien och Västtyskland är främst resultatet av portföljbeslut. Det förefaller också som om denna sektor i Frankrike och Japan i ökad utsträckning intresserat sig för börsnoterade företag, medan de minskat sina innehav i andra företag.

För att närmare analysera förskjutningarna i den aggregerade ägarstrukturen skulle vi vilja ha ytterligare information om fördelningen av de finansiella tillgångarna i allmänhet och aktier i synnerhet på olika typer av finansiella institutioner. Den statistik som analyserats här avser det nominella ägandet. En jämförelse med slutligt ägande (d v s sedan mellanliggande ägares, exempelvis aktiebolag som äger aktier i andra bolag, innehav fördelats på sina slutliga aktieägare) skulle kunna bidra till att förklara de observerade förskjutningarna i den nominella ägarstrukturen. De återstående avsnitten i detta kapital ägnas därför de finansiella institutionernas ägande och skillnaden mellan nominellt och slutligt ägande.

5.4 Finansiella institutioners ägande

Gruppen av finansiella institutioner omfattar ett brett spektrum av företagsformer. En uppdelning i underkategorier kan ge oss ökad information om skillnader mellan länder i ägandets karaktär och förändringar över tiden. Särskilt intressanta är olikheter ifråga om bankernas ägande. Tabell 5.7 visar aktiers och obligationers andelar av bankernas totala finansiella tillgångar. I Förenta staterna och Sverige där denna sektor i princip inte tillåts äga icke-finansiella företag är aktieandelen försumbar. För de brittiska bankerna har aktieinnehavens relativa betydelse minskat under det senaste decenniet. Bankerna i Japan och Västtyskland hade betydligt högre andelar aktier i sina portföljer.

Samma bild växer fram om vi ser till bankägandets betydelse i företagens perspektiv. I Förenta Staterna, Storbritannien och Sverige har bankerna inte några eller mycket små innehav. Banker innehade 1979 fyra procent av den totala aktiestocken på Paris-börsen. Motsvarande andel i de västtyska börsbolagen var 1983 ca 8 procent. I Japan var den hela 20 procent.

Bankernas aktieinnehav i icke-finansiella företag har tenderat att öka i Japan sett ur både den ägande bankens och det ägda företagets perspektiv. I Storbritannien har aktieandelen i bankernas portfölj minskat markant. Bankers innehav i andra finansiella institutioner är försumbara i alla länder utom Storbritannien och Västtyskland.

Om man ser till övriga finansiella institutioners ägande är bilden väsentligt mer splittrad. På New York-börsen (se tabell 5.8) svarade privata och offentliga pensionsfonder för sammanlagt 17,7 procent 1980. Deras andelar har ökat kraftigt, i synnerhet under perioden 1965-1978. Övriga kategorier svarade för 3,6 till 5,2 procent.

I Japan svarade 1984 finansiella institutioner för över 40 procent av börsaktiestocken, varav bankerna för hälften (se tabell 5.9). Fondkommissionärsfirmor och investmentbolag hade försumbara andelar - 1,9 resp 1,0 procent. Liv- och skadeförsäkringsbolag delade på resten av de finansiella institutionernas innehav. De finansiella institutionernas aktieägande har ökat sedan 1970-talets början, men fördelning har varit i stor sett oförändrad.

TABELL 5.7 AFFÄRSBANKERS INNEHAV AV VÄRDEPAPPER I SEX LÄNDER

	Obligationer emitterade av finansiella institutioner (i procent av de totala tillgångarna)	Obligationer emitterade av icke-finansiella företag (i procent av de totala tillgångarna	Aktier emitterade av finansiella institutioner (i procent av de totala tillgångarna)	Aktier emitterade av icke-finansiella företag (i procent av de totala tillgångarna)
	1984	1984	1984	1984
Förenta Staterna	3.85	-	0(a)	0(a)
Japan	1.95	0.63	0	3.97
Storbritannien	0.14	0.03	0.48	0.10
Sverige	10.30	0.85	0	0.01
Västtyskland	8.32	0.33	0.40	0.63

Fotnoter: (a) Banksektorns totala aktieinnehav uppgick 1984 till USD 9 milj att jämföra med sektorns totala tillgångar om USD 2018 mrd.

Källa: OECD Financial Statistics part 2, 1985

TABELL 5.8 INSTITUTIONELLT ÄGDA AKTIER NOTERADE PÅ NEW YORK-BÖRSEN FÖRDELADE PÅ ÄGARKATEGORIER
(andelar av börsvärde i procent)

	1965	1975	1980
Privata pensionsfonder	6,7	12,0	13,4
Offentliga pensionsfonder	0,3	3,6	4,3
Försäkringsföretag	3,1	4,8	5,2
Investmentbolag och vissa fonder	7,1	6,7	4,3
Föreningar, stiftelser m fl	4,1	4,2	3,6
Utländska ägare	-	3,7	4,6

Källa: New York Stock Exchange, Business Research Division, September 1981 (stencil)

Finansiella institutioner svarade 1984 för en knapp fjärdedel av det franska börsvärdet (se tabell 5.10). Försäkringsinstitutioner och aktiefonder stod för 10 procent vardera, medan caisse des dépôts och pensionsstiftelsers innehav endast uppgick till blygsamma 1,8 respektive 2,1 procent. Sektorns andel av börsvärdet har mer än fördubblats sedan mitten av 1960-talet. Ökningen är kraftigast för aktiefonder från 2,8 procent till 10,0 procent 1984. Övriga underkategorier vidmakthöll sina andelar under perioden.

TABELL 5.9 AKTIEÄGARE I JAPANSKA BÖRSFÖRETAG EFTER TYP AV ÄGARE (1945-1982)

	1945	1949	1960	1970	1980	1982	1984
Staten	8,3	2,8	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
Finansiella inst.	11,2	2,9	23,1	32,3	38,5	38,6	39,0
Investment-bolag	-	-	7,5	1,5	1,6	1,3	1,0
Mäklarfirmor	2,8	12,6	3,7	1,2	1,8	1,7	1,9
Icke-finansiella företag	24,7	5,6	17,3	22,3	25,2	26,3	25,9
Utländska ägare	-a)	-a)	1,3	3,4	5,2	4,6	6,2
Privat-personer	53,1a)	69,1a)	46,3	39,0	27,4	28,4	26,8

a) Utländska privatpersoner inkluderas i "Privatpersoner" 1945 och 1949.

Källor: Manual of Securities Statistics, The Nomura Securities Co., Ltd., Tokyo, 1984.
(För åren 1982 och 1984 har 85 Fact Book utgiven av Tokyo Stock Exchange utnyttjats; serierna är inte helt överensstämmande).

TABELL 5.10 INSTITUTIONELLT ÄGANDE AV FRANSKA BÖRS-AKTIER 1966-84

	Andelar av börsvärdet i procent					
	1966	1976	1980	1982	1983	1984
Caisse des dépôts	1,1	2,5	2,0	1,9	1,8	1,8
Försäkrings institutioner	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
	11,7	17,2	20,3	22,0	23,5	24,4

Källa: Hägg (1986)

5.5 Sammanfattning

Jämförelser av aktieägandets fördelning på aggregerad nivå försvåras av betydande statistiska problem. Kvaliteten på data varierar starkt och sektorindelning är inte densamma i alla länder. Särskilt bekymmersamma är skattningar av förändringar i värdet av reala och finansiella stockar. De siffror som redovisats här måste därför tolkas med stor försiktighet.

Den totala aktiestockens fördelning skiljde sig vid mitten av 1970-talet markant åt mellan länderna. Hushållen var likväl den största ägarkategorin i samtliga länder med marknadsorienterade finansiella system. I Västtyskland och Frankrike dominerade icke-finansiella företag och i Japan finansiella institutioner. Interföretagsägandet, när icke- finansiella företag äger aktier i andra företag, var mer utbrett i de bankorienterade systemen.

En snarlik bild växer fram om man enbart ser till innehaven av börsnoterade aktier. Icke-finansiella företag hade generellt sett en lägre andel av den samlade stocken i de marknadsorienterade systemen 1980. Hushållen hade mer än hälften av den börsnoterade aktiestocken i Förenta Staterna. I Storbritannien, men också i Frankrike, var motsvarande andel relativt hög och i Västtyskland relativt låg. Finansiella institutioner var den största ägarkategorin i Japan, Sverige och Storbritannien.
Förändringsmönstret är påfallande enhetligt. Hushållsägande går tillbaka i samtliga länder både om man ser till aktiestocken totalt och till de börsnoterade aktierna. Finansiella institutioners andel ökar också markant. Även icke-finansiella företag förefaller ha fått ökad betydelse i alla de studerade länderna, i synnerhet Storbritannien och Västtyskland.

I kapitlet gjordes också ett försök att dela upp förskjutningarna i aktiestockens fördelning i förändringar av dels olika sektorers andel av de finansiella tillgångarna (tillgångskomponenten),dels enskilda sektorers val mellan olika finansobjekt (portföljkomponenten). På så sätt skulle man få en bättre uppfattning om orsakerna till de observerade förändringsmönstren. Problemen att justera statistiken för värdeförändringar försvårar analysen markant, men huvudintrycket är ändock att hushållssektorns tillbakagång i de flesta av de studerade länderna, utom Sverige, kan tillskrivas förskjutningen i portföljsammansättningen snarare än en ändrad fördelning av de totala finansiella tillgångarna. De finansiella institutionernas ökade relativa innehav kan däremot främst föras till tillgångskomponenten.

Ett närmare studium av de finansiella institutionernas aktieinnehav visar att bankers ägande av aktier är väsentligt mer betydelsefullt i de bankorienterade systemen. Detta gäller oavsett om man ser till aktiers andel av bankernas samlade tillgångar eller till den samlade aktiestockens fördelning. Skillnaden i bankägandets utbredning i de två systemen kan till stor del förklaras med lagstiftningens utformning.

Hushållens minskande intresse för aktieägande har i många länder tillskrivits förändrade skatteregler och ett ökat utbud av

placeringar med lägre risk. Deras, relativt andra grupper, sämre möjligheter att sprida risken gör dem känsligare för förändringar i risknivån. I flera länder har också fluktuationerna i aktiekurserna ökat.

Institutioner har därför vuxit fram med primär uppgift att å privatpersoners vägnar äga eller förvalta aktier. Företagssektorns ökande andel av den samlade aktiestocken kan till en del förklaras med att denna grupp i allt större utsträckning valt att diversifiera sina tillgångar. Till en del kan ökningen också avspela ett tilltagande intresse för kontrollorienterat ägande. Några mer definitiva slutsatser kan emellertid inte dras förrän vi närmare studerat ägarstrukturen i enskilda företag.

En annan viktig förklaring till skillnaderna i ägarstruktur mellan länder står att finna i pensionssystemens uppbyggnad. I flera länder, exempelvis Japan och Västtyskland, sker en stor del av pensionsparandet i de enskilda företagen. I Förenta staterna och Storbritannien, men också i Sverige, är detta sparande däremot i huvudsak organiserat i särskilda fonder frikopplade från företagen. Hur dessa institutioner väljer att sätta samman sin portfölj av skilda finansobjekt får stor betydelse för fördelning av de samlade tillgångar.

Denna exercis i statistik har gett en överblick över ägarstrukturen i näringslivet och förändringarna i denna på aggregerad nivå under 1970- och 1980-talen. Den säger däremot mycket litet om ägarstrukturen i enskilda företag. Vi får inte heller någon information om ägarkopplingar mellan företag och ägandets organisation i allmänhet. Dessa områden behandlas i de två följande kapitlen.

6 ÄGARSTRUKTUREN I ENSKILDA FÖRETAG

Jämförelsen av aktiestockens fördelning på ägarkategorier visade inga entydiga skillnader mellan de bank- och marknadsorienterade systemen. Bankernas ägande var visserligen mer omfattande i de bankorienterade länderna, men det dominerande intrycket var den stora likheten mellan länderna. Den aggregerade statistiken döljer emellertid intressanta skillnader i de enskilda företagens ägarstruktur. Det är denna aspekt av ägarstrukturen som står i centrum för detta avsnitt, där vi studerar (1) hur utbrett det kontrollorienterade ägandet är och (2) vilka ägare det är som innehar kontrollposter.

Innebörden av kontrollorienterat ägande diskuterades i kapitel 2. I korthet klassificeras ett aktieinnehav som kontrollorienterat om en ägare avstår från möjligheter till riskspridning för att utöva kontroll över ett företag. En kontrollpost definieras här något vagt som ett ägarinnehav som gör det möjligt att på ett påtagligt sätt påverka företagens strategiska beslut. Det är viktigt att betona att vi här mäter potentiell, inte faktisk, kontroll.

Tidigare studier av ägarstrukturen i enskilda företag har fokuserat ett lands näringsliv. De har syftat till att kartlägga graden av koncentration i ägandet samt att fastställa de ekonomiska och sociala konsekvenserna av denna. Utgångspunkten är här en annan. Det primära intresset är att utröna om det finns skillnader i graden av kontrollorienterat ägande mellan olika länders näringsliv. Givet att sådana olikheter kan konstateras, vilka motiv kan då förklara att en viss ägarkategori är mer benägen att inneha kontrollposter i ett land än samma kategori i ett annat land. Vilka vinster och kostnader är förknippade med kontroll och hur varierar de mellan skilda ägarkategorier?

Tidigare studier har visat att skillnader i företagsstorlek påverkar koncentrationen i ägandestrukturen. Större företag är dyrare att kontrollera. Koncentrationen påverkas emellertid också av det finansiella systemets uppbyggnad och lagstiftningens utformning. Stora privata eller institutionella ägare har bättre möjligheter att sprida riskerna även för kontrollposter. En mindre utvecklad aktiemarknad kan, såsom framhölls i kapitel 3, minska möjligheterna till diversifiering och därmed stimulera ett kontrollorienterat ägande. Vidare kan lagregler begränsa ägares möjligheter att skaffa sig kontroll. Bankernas aktieinnehav i enskilda företag är exempelvis begränsat i lag i många länder. Skattesystemets utformning är också av betydelse för olika ägarkategoriers intresse för kontroll.

En lämplig startpunkt för att söka förklaringar till skillnader i ägarstruktur är att studera vilka kategorier av ägare som är mest benägna att inneha kontrollposter. De flesta tidigare studier har intresserat sig för ägarstrukturen med utgångspunkt i det enskilda företagets karakteristika. Den grundläggande frågeställningen i detta kapitel fokuserar i stället den enskilde investerarens aktieinnehav. Riskkostnader förknippade med en kontrollpost beror i detta perspektiv på investerarens totala

förmögenhet och diversifieringsmöjligheter, inte på innehavets andel i ett enskilt företag. Intäkter och kostnader av kontroll skall därför relateras till den enskilde ägarens mål. Denna skillnad i perspektiv ger upphov till problem när data från tidigare studier skall utnyttjas. De innehåller exempelvis som regel inga uppgifter om ägarnas totala portföljer. Indelningen i ägarkategorier är dessutom alltför grov.

De studier som nedan redovisas skiljer sig emellertid också vad avser syfte och metod, vilket ytterligare begränsar jämförbarheten. De viktigaste skillnaderna avser valet av företag och mätningen av koncentrationsgraden. De studier som redovisas här baseras på urvalsstorlekar som ligger mellan de 100 största företagen och strax under 600 storföretag. Den genomsnittliga storleken hos de 100 största företagen är dessutom väsentligt större i Förenta staterna än i övriga länder (se tabellerna 6.20-6.25 i Bilaga 6 vilka redovisar antal anställda, omsättning och marknadsvärde för de tio sysselsättningsmässigt största företagen i de sex länderna). Ytterligare ett problem är att de flesta studier rangordnar företagen efter omsättning och i något fall på basis av antal anställda. Det mest relevanta måttet för denna studie är emellertid marknadsvärdet eftersom det antyder kostnaderna för ägarens risktagande.

Mätningarna av koncentrationsgraden omfattar allt från mycket grova klassindelningar efter den störste ägarens innehav till mer sofistikerade mått som tar hänsyn också till den totala fördelningen av ett företags aktier. I kapitel 8 diskuteras dessa mått närmare. Här riktas intresset främst mot omfattningen av kontrollorienterat ägande och vilken typ av ägare som innehar kontrollposter. Genomgången begränsar sig därför i första hand till studier som ser till den störste ägarens innehav, i något fall till alla ägare med kontrollposter.

6.1 Ägarstrukturen i de tio största företagen

Ett studium av de största företagen ger en första indikation på ägandets koncentrationsgrad och sammansättning. I tabellerna 6.1-6.5 (i Bilaga 6) redovisas ägarstrukturen för de tio omsättningsmässigt största icke-finansiella företagen i Frankrike, Förenta staterna, Japan, Sverige och Västtyskland. Jämförbara data har inte varit tillgängliga för Storbritannien. Redan denna första bild av ägarstrukturen i de studerade företagen antyder vissa mönster.

Storföretagen i Frankrike och Västtyskland har i många fall en starkt koncentrerad ägarstruktur. Nio av de tio sysselsättningsmässigt största franska företagen var 1985 statligt ägda. Även det återstående företaget, Peugeot, dominerades av en ägargrupp - Peugeot-familjen. Den konservativa regeringen avser att sälja en stor del av de statliga innehaven.

I Västtyskland hade 1984 samtliga företag, med två eller möjligen tre undantag, ägare med kontrollposter. Staten hade stora kontrollinnehav i tre av företagen (VEBA AG har nu sålts och planer finna att åtminstone delvis sälja Volkswagen till privata

intressen). I två av företagen stod familjer för starka ägarintressen och i två andra innehade andra storföretag de största aktieposterna.

Ägarstrukturen i de tio största svenska företagen påminner i hög grad om situationen i Västtyskland, men de enskilda kontrollposterna är mindre, även sedan de grupperats i ägarsfärer. Samtliga företag, utom möjligtvis Volvo, hade kontrollerande ägare. Endast ett av företagen, Procordia, var statligt ägt. De tre stora ägarsfärerna - Wallenberg/SEB-, SHB- samt Volvo/Skanska-sfärerna - återkommer som kontrollägare i flera av företagen.

Även i de japanska storföretagen framstår ägarstrukturen som relativt koncentrerad sedan ägarna sammanförts under de finansiella grupperna. I samtliga företag fanns ägargrupper med mer än 4 procent av aktiekapitalet. Det är bara Nippon Steel och Nippon Oil som inte hade en entydigt dominerande grupp som ägare. De enskilda ägarinnehaven är emellertid små och även efter gruppering är de största kontrollposterna väsentligt mindre än i Västtyskland och Frankrike.

De tio största amerikanska företagen har över lag en väsentligt mer spridd ägarstruktur. Endast i två av företagen, Ford och Dupont, dominerade en ägargrupp entydigt . I ITT och General Motors var Dupont- familjen också en av de två störste ägarna med 3,6 resp. 7,0 procent av aktiekapitalet. Även dessa två familjers innehav visar emellertid tendenser till att splittras upp. Morgan Guarantee, den i särklass viktigaste finansiella institutionen i amerikanskt näringsliv, hade ägarposter över en procent i fem av de tio företagen. I flera av företagen tillhörde de anställdas vinstandels- och pensionsfonder de största ägarna.

Statistiken för Storbritannien (se tabell 6.6 i Bilaga 6) är som tidigare antytts inte direkt jämförbar men antyder ändå en bild som påminner om situationen i Förenta staterna. Den omfattar institutioners innehav, egna och förvaltade, men inte innehav som förvaltas av privatpersoner. Av tabellen framgår ändå att endast tre av de tio största företagen hade ägare med kontrollposter. British Petroleum ägs till en fjärdedel av brittiska staten och en femtedel av Bank of England. Consolidated Gold Fields och Unilever hade också stora institutionella ägare.

Ägarstrukturen i de tio största företagen i de sex studerade länderna antyder ett väsentligt mer koncentrerat ägande i de bankorienterade än i de marknadsorienterade ekonomierna. Särskilt tydlig är skillnaden mellan å ena sidan Västtyskland och Frankrike och å andra sidan Förenta Staterna.

6.2 Ägarstrukturen i samtliga storföretag

Flera försök har gjorts att systematiskt kartlägga ägarstrukturen i storföretagen i respektive land. Tabell 6.7 sammanfattar ett antal studier av ägarkoncentrationen i de sex länderna. De utgår samtliga från den störste ägarens andel av aktiekapitalet i ett urval av storföretag. Kartläggningarna skiljer sig dock åt,

som framgår av noterna till tabellen, bl a ifråga om hur många och vilka företag som studerats. I de flesta fall är det börsföretag, men för Västtyskland och Frankrike har även studier som omfattar icke-noterade företag medtagits. Flera av de stora företagen i dessa länder är offentligt ägda eller organiserade i andra associationsformer än aktiebolag. I Västtyskland var endast 66 av de 100 största företagen aktiebolag (88 företag hade dock någon form av begränsad ansvarighet). Antalet börsnoterade företag minskade mellan 1963 och 1985 från 636 till 452. I Storbritannien, en absolut sett mindre ekonomi, var motsvarande siffra ca 2 500. Trots jämförbarhetsproblemen växer ett förhållandevis tydligt mönster fram, som i hög grad påminner om situationen i de tio största företagen.

TABELL 6.7 ÄGARKONCENTRATION I URVAL AV STORFÖRETAG
(fördelning efter största ägarens andel)

Största ägarens andel	Frankrike 1) (1)	Förenta Staterna (2)	(3)	Japan (4)	(5)	Storbritannien (6)	Sverige (7)	Västtyskland (8)	(9)
>50	49,0		9,0	16,8	5,0	2,4	42	65,5	59,0
30-50		4,5		10,5			31	22,9	
25-30			29,0			9,4			
20-25	37,8			31,3	70,0		12		41,0
15-20		1,3				4,7			
10-15		5,8	10,0				11	11,6	
5-10		15,3	29,0	16,3	25,0	31,8	4		
>5	2,0	73,0	23,0	25,1		51,8			

(1) Morin, 1982 redovisad i Hägg, 1986. Omfattar de 500 största företagen 1976. De stora statliga "public utilities" ingår inte. Uppgifterna avser moder bolag.

(2) Herman, 1981. Siffrorna fördelningen efter storlek av samtliga innehav över 2 procent eller mer i de 200 största företagen (efter omsättning)vid 1974 års utgång.

(3) Isaksson & Skog, 1986. Beräkningarna baserade på statistik för 1980 från Securities and Exchanges Commission för de 500 största företagen (sysselsättningsmässigt enligt tidskriften Fortune).

(4) Miyazaki, 1972. Refererad i Caves & Uekusa, 1976. De 466 största företagen i Japan 1966.

(5) Mito, 1983. Refererad i Gerlach, 1986. De 200 omsättningsmässigt största företagen 1976.

(6) Collett & Yarrow, 1976. Uppgifterna avser 85 stora företag inom branscherna verkstadsindustri, elektronik, livsmedel samt textil- och konfektion. Refererad i Cubbin och Leech (1983)

(7) Isaksson, Mats och Rolf Skog, 1987, (opublicerad promemoria). Materialet omfattar 107 privatägda aktiebolag på svenska aktiemarknaden 1985. Andelarna avser röstvärde

(8) Iber, 1985. Beräkningarna omfattar samtliga bolag noterade på någon av börserna i Västtyskland 1983.

(9) Monopolkommission, 1986. De 100 omsättningsmässigt största företagen 1984.

6.2.1 Koncentration i ägarstrukturen

Ägarstrukturen i de franska och västtyska storföretagen uppvisar ett starkt inslag av kontrollorienterat ägande. I Frankrike hade nästan hälften av de 500 största företagen en majoritetsägare. I ytterligare 189 företag (38 procent) fanns aktieinnehav större än fem procent. Kontrollen klassificerades i 56 företag som kooperativ eller "delad". Endast i tio företag (2 procent) saknades poster över fem procent.

För Västtyskland redovisas här två studier. En omfattar ett urval börsnoterade aktiebolag och en de 100 största företagen, oavsett om de är noterade på någon av börserna eller inte. Båda visar att fler än hälften (66 respektive 59 procent) av företagen hade majoritetsägare. För de börsnoterade företagen hade ytterligare 23 procent av företagen en eller flera ägare med aktieposter överstigande en fjärdedel av aktiekapitalet.

Även här spelar emellertid företagens storlek en viktig roll. Andelen börsföretag med majoritetsägande är väsentligt lägre om man ser till börsvärde istället för antal. Bland de 100 största företagen karaktäriserades mer än hälften som "spritt ägd" ("Streubesitz"). Dessa var i genomsnitt dubbelt så stora som övriga företag i 100 grupper.

Ägandet i de amerikanska och brittiska storföretagen är, att döma av dessa data, väsentligt mindre koncentrerat. För Förenta staterna redovisas två studier. Den ena, Isaksson och Skog (1986), visar den störste ägarens innehav i de 100 största företagen 1980. Den andra, Herman (1981), omfattar alla kontrollposter större än två procent (totalt 380 innehav) i de 200 största företagen 1974. Isaksson & Skogs undersökning visar att endast nio företag hade en majoritetsägare. I mer än hälften av bolagen var den störste ägarens andel mindre än 10 procent. Den största ägarposten uppgick enligt samma undersökning till i genomsnitt 10 procent i de 100 största företagen, 11 procent i de 200 största och 15 procent i de 500 största. Hermans studie av kontrollinnehaven visar att endast 4,5 procent av de 380 posterna var större än 20 procent. Knappt tre fjärdedelar var under 5 procent.

För Storbritannien är det tillgängliga datamaterialet sämre, men i det urval om 85 storföretag, som Collett & Yarrow (1976) studerat, saknade över 80 procent ägarinnehav över 10 procent. Endast två av företagen hade majoritetsägare.

De japanska och svenska storföretagen intar i detta avseende en mellanställning. Situationen i Japans näringsliv belyses här med två studier som skiljer sig åt både i fråga om tidpunkten för observationerna och urvalets storlek. Miyazakis (1972) undersökning avser ägarstrukturen (efter gruppering) i de 466 omsättningsmässigt största företagen 1966. Den visar att 16,8 procent av företagen hade en majoritetsägare. I ytterligare 10,5 procent fanns en ägare eller grupp av ägare med mellan 30 och 50 procent av aktiestocken. En fjärdedel av företagen hade ingen enskild ägargrupp med mer än fem procent av aktierna. En senare

undersökning av Mito (1985) beskriver situationen i de 200 största företagen 1976. Endast tio av dessa företag hade majoritetsägare. I nästan tre fjärdedelar (140 företag) låg den störste ägarens eller ägargruppens innehav mellan 10 och 50 procent. Den återstående fjärdedelen hade ingen ägarpost större än 10 procent.

Den svenska ekonomin är väsentligt mindre än de övriga studerade ländernas ekonomier. Företagen är följaktligen också små, internationellt sett, även om de i många fall är mycket stora i förhållande till den svenska ekonomin. Vi bör således förvänta oss att i enskilda företag finna en genomsnittligt mer koncentrerad ägarstruktur. Isaksson & Skog (1987) studerar 107 svenska företag med mer än 500 anställda noterade på Stockholms fondbörs listor. Enligt denna studie varierar den störste ägarens innehav runt ett medelvärde om 28 procent med 3,5 procent och 79,7 som minsta respektive största ägarandel. Vid sidan om dessa aktiemarknadsföretag återfinns ett antal stora icke-börsnoterade företag med starkt koncentrerat ägande samt offentligt ägda företag.

De enskilda företagens ägarstruktur är således väsentligt mer koncentrerad i de bankorienterade finansiella systemen i Västtyskland, Frankrike och Japan än i de marknadsorienterade systemen i Förenta staterna och Storbritannien. En förklaring till denna skillnad är variationen i företagsstorlek mellan länderna, särskilt mellan Förenta Staterna och de övriga. I princip skulle det vara möjligt att välja ut ett antal storföretag inom samma storlekskategori i de sex länderna och jämföra dessa. De studier som redovisats här medger dock inte sådana jämförelser och det har inte heller varit möjligt att insamla primärdata för att närmare fastställa storleksfaktorns betydelse. Problemet kan därför endast behandlas resonemangsvis.

De flesta försök att rangordna företag efter storlek har utgått från omsättning och, i något fall, antalet sysselsatta. Det för denna studie mest intressanta storleksmåttet är, såsom konstaterats ovan, marknadsvärdet av företagets aktiestock. Eftersom en rad stora företag inte noteras på aktiebörserna kommer de aldrig att värderas av marknaden. Dessutom är den rankning av företag, som fortlöpande görs i exempelvis de amerikanska affärstidskrifterna Fortune och Business Week, inkomplett när det gäller marknadsvärden för icke-amerikanska företag. Det finns dock en stark korrelation mellan marknadsvärde, omsättning och, i någon mån, sysselsättning.

De rangordningar som redovisas i tabellerna 6.20-6.25 (i Bilaga 6) utgår från antalet anställda, men i den mån det varit tillgängligt, anges också omsättning och marknadsvärde. En omedelbar iakttagelse är att de tio största amerikanska företagen är betydligt större än övriga länders tio största företag. Skillnaden blir särskilt stor om man ser till marknadsvärde. Marknadsvärdet för de tio sysselsättningsmässigt största företagen i Förenta staterna var drygt tre gånger större än i Västtyskland och nästan 20 gånger större än i Sverige. IBM:s synnerligen höga

marknadsvärde gör dock att dessa siffror överskattar skillnaderna länderna emellan.

En antydan om att storleken ändå inte förklarar hela skillnaden i ägarkoncentration ges av Isakssons & Skogs (1986) undersökning av amerikanska storföretag. Den genomsnittliga storleken hos den största ägaren ökade bara från 10 procent till 15 procent när urvalet ökade från de 200 till de 500 största företagen.

6.2.2 Ägarkoncentrationens förändring över tiden

De enskilda företagens ägarstruktur i de studerade länderna visar också stora skillnader när det gäller utvecklingen av koncentrationsgraden. I samtliga länder förefaller utvecklingen på aggregerad nivå domineras av två tendenser. Aktieägandet inom hushållssektorn sprids på allt fler händer, samtidigt som graden av institutionalisering av ägandet ökar. Nettoeffekten är givetvis avhängig såväl takten i förändringen som hushållssektorns initiala betydelse som ägare i näringslivet. I de bankorienterade systemen har hushållen sedan länge haft en mindre andel av den totala aktiestocken än vad som varit fallet i de marknadsorienterade systemen.

Den statistik som presenterades i kapitel 5 visade en minskning av hushållsektorns andel av den totala aktiestocken i samtliga länder. Denna tendens torde vara ännu starkare över en längre tidsperiod. I Förenta staterna, där hushållen fortfarande innehar halva av aktiestocken på New York-börsen, förefaller den allmänna uppfattningen vara att spridningen inom hushållssektorn dominerar över trenden mot institutionalisering (se tabell 6.8). För Storbritannien är situationen mer oklar. Hushållen är en relativt sett mindre viktig ägargrupp, och tillväxten i institutionernas aktieinnehav betydligt kraftigare både i absoluta och relativa termer.

Tabell 6.8: ANTALET AKTIEÄGARE I DE 200 STÖRSTA ICKE-FINANSIELLA FÖRETAGEN I FÖRENTA STATERNA (1929 och 1974) a)

	1929		1974	
Antal aktieägare	Företag	Andel(b)	Företag	Andel (b)
- 5.000	41	24,9	1	0,5
5.000 - 19.000	53	32,1	8	4,0
20.000 - 49.999	39	23,6	52	26,0
50.000 - 99.999	22	13,3	69	34,5
100.000 -199.999	7	4,3	43	21,5
200.000 -199.999	3	1,8	21	10,5
500.000 -999.999	-	-	4	2,0
1 milj och över	-	-	2	1,0
Rösttruster eller okända	35	-	-	-
Totalt	200	100,0	200	100,0

a) Antalet ägare var år 1929 minst en och högst 469.801. År 1974 var motsvarande antal 6.477 resp 2.929.615.

b) Omfattar endast de 165 företag för vilka data finns tillgängliga för 1929.

Källa: Herman, Edward S., 1981, Corporate Control, Corporate Power, Cambridge: Cambridge University Press

I länder med bankorienterade system pekar resultaten på en tilltagande koncentration av ägarstrukturen i enskilda företag. Det japanska näringslivet var före andra världskriget starkt koncentrerat och en ytterligare centralisering skedde under kriget. Efter kapitulationen genomfördes en genomgripande omstrukturering av de stora s k zaibatsu-grupperna. Dessa har emellertid återuppstått under efterkrigstiden. Utvecklingen framgår av tabell 6.9 som beskriver den störste ägarens eller ägargruppens innehav i de 200 största japanska företagen. Andelen företag med majoritetsägare fördubblades mellan 1956 och 1976. Den stora gruppen där den störste ägaren innehar mellan 10 och 50 procent ökade mycket kraftigt.

För Västtyskland kan urskiljas en snarlik, om än, svagare, ökning av koncentrationsgraden. Tabell 6.10 visar utvecklingen i samtliga börsnoterade aktiebolag under perioden 1963 -1983. Andelsmässigt har företag med majoritetsägare ökat från 56 till 66 procent. Andelen av marknadsvärdet för de företag som har majoritetsägare ökade kraftigt under periodens första hälft för att efter 1983 återgå till ursprungsnivån. Antalet företag där

den störste ägaren höll mindre än 25 procent av aktierna minskade från 15 till 12 procent. I marknadsvärde minskade denna grupps andel från 40 till 33 procent. Bland de 100 största företagen (ej endast börsnoterade) föll antalet företag med majoritetsägare något, från 43 till 41, mellan 1976 och 1984.

I Frankrikes fall har historiska data över ägarkoncentrationen i enskilda företag inte varit tillgängliga.

För Sveriges del finns tillförlitligt material endast för perioden 1978-1985 (Isaksson & Skog, 1987). Detta visar på en markant ökad koncentration. De största aktieägarnas genomsnittliga innehav ökade från 20 till 28 procent. Koncentrationsgraden steg påtagligt i 60 procent av företagen och minskade endast i ett fåtal. De största aktieägarnas (ägare med mer än 5 procent av rösterna) röstandel ökade från 45 till 63 procent.

TABELL 6.9 ÄGARKONTROLL I DE 200 STÖRSTA JAPANSKA FÖRETAGEN

Den störste ägarens aktieinnehav (i procent)	Antal företag (inom parentes procent av total)			
	1936	1956	1966	1976
> 50	35 (17,5)	5 (2,5)	9 (4,5)	10 (5,0)
10 - 50	97 (48,5)	52 (26,0)	96 (48,0)	140 (70,0)
10 >	68 (34,0)	143 (71,5)	95 (47,5)	50 (25,0)

Källa: Mito, 1983, refererad i Gerlach M., "Institutional Markets: Corporate Control and Large-Firm Organizations in Japan". Arbetspapper från Yale University.

TABELL 6.10 ÄGARKONCENTRATION I VÄSTTYSKA BÖRSNOTERADE AKTIEBOLAG
(fördelning efter den störste ägarens andel av aktiekapitalet)

Den störste ägarens innehav (andel i %)	Antal			Kapital			Kursvärde		
	1963	1973	1983	1963	1973	1983	1963	1973	1983
> 75	22,1	32,2	38,9	13,6	17,4	17,7	13,1	24,3	17,9
50 - 75	33,6	31,1	26,6	26,0	21,2	20,3	22,7	19,3	16,9
25 - 50	29,1	29,3	22,9	21,6	28,7	25,1	24,7	28,5	32,2
1 - 25	3,2	2,3	5,0	9,3	9,5	15,4	11,2	9,2	16,6
1 >	0,0	5,0	6,6	29,5	23,3	21,3	28,3	18,7	16,6
Totalt	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Källa: Iber, Bernhard, 1985, "Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur im Bundesrepublik Deutschland (1963-1983)," Zeitung fur Betriebswirtschaft, Vol. 55

TABELL 6.11 FÖRDELNING AV MAJORITETS- OCH KONTROLL-ÄGARINNEHAV FÖR OLIKA ÄGARKATEGORIER

	Frankrike a)	Förenta Staterna b)	Japan c)	Sverige d)	Västtyskland e,f)	
Individ el. familj	42,3	20,1	11,7	36	34,5	46,6
Stiftelse		2,6				
Icke- fin. företag		1,3		25	17,3	10,2
Investment-företag		16,9	84,0	26		
Bank		21,4			12,2	
Försäkrings-bolag		4,4		6	2,5	
Anställda		33,3				
Staten	18,0		2,2		14,2	16,9
Utländska	39,6		2,0		17,3	32,2
Övriga	4,0			7	2,0	
Totalt	100	100	100	100	100	100

a) Morin, 1982. Refererad i Hägg, 1986. Data omfattar de 249 av de 500 största företagen som hade en majoritetsägare.

b) Herman, 1981. Största aktieägaren i 159 stora ickefinansiella företag efter typ av ägare.

c) Miyazaki, 1972. Citerad i Caves & Uekusa, 1976. Andel av de 349 av 466 företag vilka hade ägare med över 5 procent av aktiekapitalet. Fristående företag bank, annat företag eller försäkringsbolag som största ägare har sammanförts med företag som tillhör de finansiella grupperna.

d) Isaksson och Skog, 1987. Andel av de största aktieägarna (efter röstvärde) i de 107 privatägda svenska storföretag som fanns på aktiemarknaden 1985.

e) Iber, 1981. Majoritetsägare i börsnoterade företag.

f) Monopolkommission, 1986. Andel av de 59 företag bland de 100 omsättningsmässigt största vilka hade majoritetsägare.

TABELL 6.12 MAJORITETSÄGARE I DE 100 STÖRSTA VÄSTTYSKA FÖRETAGEN FÖRDELADE PÅ ÄGARKATEGORIER

	1976	1980	1982	1984	Andel av omsättning 1984	Genomsn. storlek 1984 (mn DM)
Offentliga myndigheter	5	5	11	10	8,5	1 930
Privatpersoner, familjer, familjestiftelser	14 1)	23	25	24	15,9	1 500
Utländska ägare	23	21	16	19	13,1	1 563
Rörelsedrivande bolag						
- de 100 största	4	2	2	2	1,2	1 313
- övriga 1)	11	3	3	4	1,4	800
Ingen majoritet						
- Streubesitz 50%	16	22	23	23	41,1	4 035
- Övriga	27	21	20	18 2)	18,7	2 347
Totalt	100	100	100	100	100	2 259

(1) Siffran för 1976 inkluderar ej familjestiftelser (återfinns under övriga). Åren 1976 och 1982 är således inte jämförbara.

(2) I åtminstone tio av dessa bolag hade företag från 100-största gruppen mer än 50 procent av aktiekapitalet karaktäriserades som "Streubesitz" var i genomsnitt mer än dubbelt så stora som övriga.

Källa: Monopolkommission, Hauptgutsachten 1977/1978, 1983/1984 och 1985/1986.

6.2.3 De kontrollerande ägarna

Vilka ägarkategorier avstår från diversifieringsmöjligheter för att ägna sig åt kontrollorienterat ägande? Tabell 6.11 visar fördelningen av majoritets- och kontrollinnehav på olika ägartyper. Återigen är olikheterna betydande mellan de datamaterial som finns att tillgå. I några fall omfattar de endast majoritetsägare, i andra alla ägare med innehav över en viss gräns. Den senare typen, som inkluderar alla kontrollposter, är mer lämpad för vårt syfte. Denna statistik ger besked om vilka ägare som ådrar sig riskkostnader som de kunde ha diversifierat bort. Den säger emellertid mycket litet om graden av inflytande eftersom fördelningen av övriga aktier inte är känd.

Samtliga studerade sex länder har traditionellt haft ett starkt inslag av familjeägande. I Frankrike och Västtyskland - båda med

ett omfattande kontrollorienterat ägande - består detta mönster. Nästan hälften av de franska majoritetsägarna i de 500 största företagen var familjer. Staten och utländska ägare svarade för 18,0 resp 39,6 procent

Familjeägandet i de västtyska börsbolagen har minskat markant under de två senaste decennierna, i synnerhet om man ser till de familjekontrollerade företagens andel av marknadsvärdet. År 1983 svarade dock privatpersoner och familjer alltjämt för 34,5 procent av majoritetsposterna i börsnoterade företag och för 46,8 procent i de 100 största företagen. Statens andel uppgick till 14,2 respektive 16,9 procent och utländska ägare innehade 17,3 respektive 32,2 procent av kontrollposterna i de två urvalen. I de börsnoterade bolagen svarade andra rörelsedrivande företag för 17,3 procent och finansiella institutioner för sammanlagt 14,7 procent. Båda dessa grupper har antalsmässigt ökat sina andelar av majoritetsinnehaven. Om man ser till marknadsvärde är denna ökning ännu mer påtaglig. En annan iakttagelse är att ägarstrukturen i de tio största företagen varit anmärkningsvärt stabil under det senaste decenniet (se tabell 6.5 i Bilaga 6).

TABELL 6.13 MAJORITETSÄGARE I VÄSTTYSKA BÖRSNOTERADE AKTIEBOLAG FÖRDELADE PÅ ÄGARKATEGORIER a)

Ägarkategori	Antal			Kapital			Marknadsvärde		
	1963	1973	1983	1963	1973	1983	1963	1973	1983
Familjer b)	26,7	23,8	22,6	15,0	8,9	6,9	10,2	7,6	6,4
Icke-finansiella bolag	6,9	11,1	11,3	5,5	7,9	7,1	3,0	7,2	5,3
Offentliga ägare	8,0	8,5	9,3	10,3	11,3	12,3	11,4	8,7	8,9
Utländsk ägare	7,7	9,7	11,3	6,6	7,5	7,5	9,1	14,5	9,2
Banker	4,3	8,5	8,0	1,6	2,3	2,5	1,2	4,5	3,3
Försäkringsbolag	1,6	0,9	1,7	0,3	0,2	0,5	0,4	0,3	1,1
Övriga c)	0,5	0,9	1,3	0,3	0,5	0,6	0,5	0,8	0,6
Totalt	55,7	63,4	65,5	39,6	38,6	38,0	35,8	43,6	34,8

a) Inkluderar direkt och indirekt ägande
b) Inkluderar individer, familjer och familjestiftelser
c) Skilda typer av holdingbolag

Källa: Iber (1985).

TABELL 6.14 ÄGANDE OCH KONTROLL I JAPANSKA STORFÖRETAG 1) (1966)

	Antal företag som kontrollerades av ägare, koncentrationsgrad i aktieägandet					Andel företags-ledar-kontrollerade företag	Totalt antal företag	Andel av alla företag
	90%	50-90%	30-50%	10-30%	<10%			
Aktieägar-kontroll								
Familj	1	4	6	18	12	...	41	8.8
Affilierat ftg	0	3	6	22	9	...	40	8.6
Fristående ftg	12	15	19	36	24	...	106	22.8
Icke-finansiellt (inhemskt)	7	13	17	28	4	...	71	15.2
Bank	0	0	0	4	20	...	24	5.2
Försäkrings-bolag	0	0	0	4	0	...	4	0.9
Utländskt	3	2	2	0	0	...	7	1.5
Finansiell grupp	12	26	17	68	31	...	154	33.1
Icke-finansiellt (inhemskt)	4	12	3	5	1	...	25	5.4
Inhemska finansiella och icke-finansiella	0	7	7	57	29	...	100	21.5
Utländskt	0	2	0	0	0	...	2	0.4
Utländskt o inhemskt	8	5	7	6	1	...	27	5.8
Statliga myndigheter	1	4	1	2	0	...	8	1.7
Företagsledar-kontroll	...	...	...	...	...	117	117	25.1
Totalt	26	52	49	146	76	117	466	100.0
Andel i %	5.6	11.2	10.5	31.3	16.3	25.1	100.0	...

1) Företag med mer än 5 mrd Yen i anläggningstillgångar

Källa: Miyazaki, Yoshihazu, 1972, citerad i Caves & Uekusa, 1976, Industrial Organization in Japan, Washington, D.C.

I Japan bröts de s k zaibatsu-familjernas kontroll över näringslivet av den amerikanska ockupationsmaktens reformer. Vid mitten av 1960- talet var endast en dryg tiondel av kontrollägarna familjer. Institutionella ägare kontrollerade hela 84 procent av aktieposterna över 5 procent. Denna andel torde, mot bakgrund av den tilltagande institutionaliseringen av aktieinnehav i Japan, ha ökat under de två följande decennierna (se tabell 6.14).

Kontrollposterna fördelade sig annorlunda i Förenta staterna. Familjeägandet har minskat kraftigt under det senaste halvseklet. Vid 1974 års utgång var privatpersoner och familjer största ägare i endast en femtedel av 159 större företag där någon ägare hade över 2 procent av aktierna (Herman, 1981). I en tredjedel av företagen innehades den största aktieposten av fonder som byggts upp med anställdas sparande (se tabell 6.15). Banker innehade den största aktieposten i ytterligare 34 (21 procent) av företagen. Investmentbolag var störst i 27 företag. Herman kunde bara finna åtta bland de 200 största som kontrollerades av andra rörelsedrivande företag, att jämföra med en fjärdedel vid 1920-talets slut.

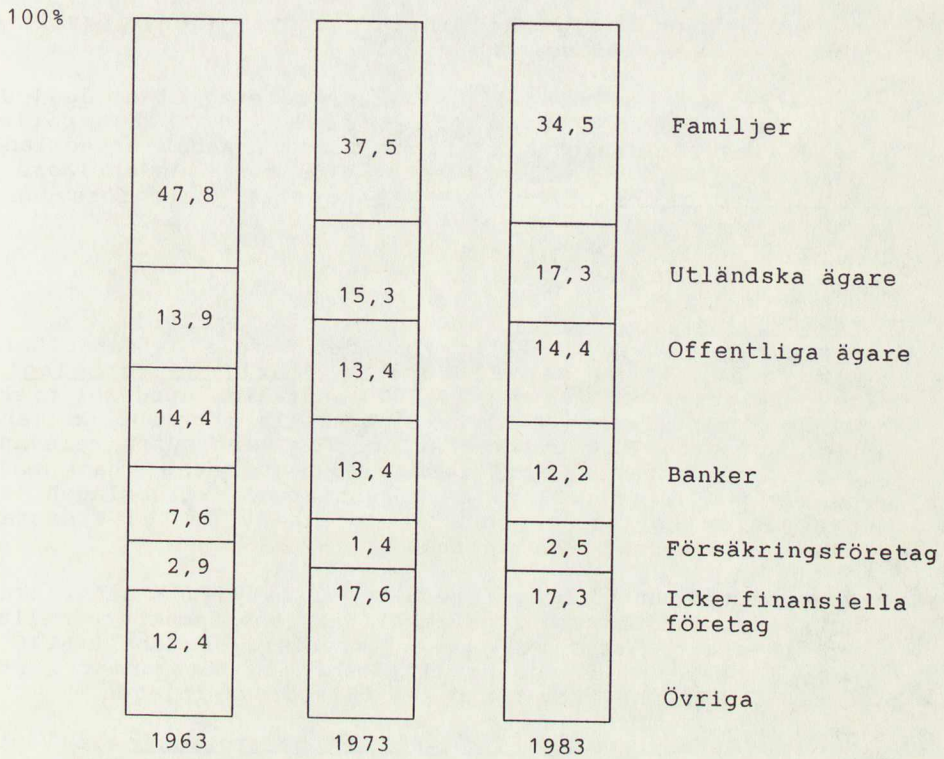
Mönstret ändras något om urvalet utvidgas till att omfattade 500 största företagen (Isaksson och Skog, 1986). I närmare hälften av dessa företag var privatpersoner störste ägare. I de fall majoritetsägande förekom var det som regel familjer eller individer som stod för detta.

Denna översikt över studier av graden av kontrollorienterat ägande och fördelningen av kontrollinnehav på olika ägarkategorier visar på klara skillnader mellan marknads- och bankorienterade finansiella system. Vi återkommer till dessa olikheter i slutet av kapitlet. För att bättre förstå den verklighet som döljer sig bakom siffrorna i dessa studier skall vi närmare studera ägarstrukturen i Västtyskland, Japan och Förenta staterna.

6.3 Ägarstrukturen i västtyska företag

En tendens mot tilltagande koncentration i ägarstrukturen i västtyskt näringsliv har åtföljts av förskjutningar mellan skilda kategorier av kontrollerande ägare (se figur 6.1 som visar fördelningen av ägare med 50 procent mer var av aktiekapitalet i börsnoterade aktiebolag). Den mest iögonfallande förändringen är den minskande andelen privatpersoner och familjer med majoritetsposter. Allt fler kontrollägare är utländska företag eller privatpersoner samt inhemska banker och icke-finansiella företag. Banker och därnäst icke-finansiella företag svarar för den största procentuella andelsförändringen; de ökade med 61 respektive 40 procent under den studerade tjugoårsperioden. Huvuddelen av förskjutningen ägde rum mellan 1963 och 1973, precis som var fallet för ökningen i antalet företag med stora kontrollposter. Materialet från Monopolkommission över de 100 största företagen under perioden 1972-1984 visar en snarlik bild.

FIGUR 6.1 MAJORITETSINNEHAV I BÖRSNOTERADE AKTIEBOLAG I VÄST-TYSKLAND FÖRDELADE PÅ ÄGARKATEGORIER



Källa: Iber (1985).

6.3.1 Hushållens ägande

De västtyska hushållen har trots en internationellt sett hög sparkvot, fått minskad betydelse som ägare. De har placerat en allt mindre del av sina tillgångar i aktier. Det kontrollorienterade ägandet har också minskat inom denna grupp men inte i samma takt som tillbakagången i sektorns andel av de totala innehaven. Ett, jämfört med Förenta staterna och Japan, stort antal företag kontrolleras alltjämt av enskilda individer eller familjer. År 1983 svarade företag med en majoritetsägare från denna grupp för 22,6 procent av det totala antalet börsnoterade företag och 6,9 procent av kapitalet. Motsvarande andelar för de

100 största företagen var 24 respektive 15,9 procent 1984 (inklusive familjestiftelser).

I ett litet antal stora företag, främst Robert Bosch GmbH (nummer 10 i omsättning 1984) Bayerische Motorenwerke AG (nummer 15), Friedrich Krupp AG (nummer 16) och Friedrich Flick Industrieverwaltung KGaA (nummer 20), innehade en familj tillsammans mer än hälften av aktierna. Flick har sedermera sålt sitt innehav till Deutsche Bank som i sin tur gradvis vidareförsålt delar av aktierna på marknaden.

Tabell 6.15 (se bilaga 6) visar de företag bland de 100 största där en enskild person eller familj 1977 kontrollerade en majoritet av aktierna samt hur dessa innehav utvecklades under perioden 1972-1984. Alla företag utom två hade en lägre rankning vid periodens slut och vissa hade eller helt försvunnit p g a att de gått samman med andra företag.

6.3.2 Institutionellt ägande

Icke-finansiella företag är den största enskilda ägarkategorin med ca hälften av det totala aktiekapitalet. Inte mindre än 140 av de 223 företag (inkl. dotterbolag) som vid 1970-talets mitt hade mer än 2000 anställda uppges i praktiken ha varit kontrollerade av icke-finansiella företag. Om man bortser från dotterföretag, vilket är det för vårt syfte relevanta, blir bilden en annan. Icke- finansiella företag hade majoritetsposter i 17,3 procent av de börsnoterade aktiebolagen 1983 (18,7 procent av kapitalet) och 6 procent av de 100 största bolagen 1984 (1,2 procent av omsättningen).

Ägandet mellan företag förefaller i betydande utsträckning vara motiverat av affärsmässiga relationer som samarbete mellan kunder och leverantör samt mellan konkurrenter (se tabell 6.16 i bilaga 6). Ömsesidigt ägande är tillåtet, men förekommer i stort sett inte, åtminstone inte bland de 100 största bolagen.

Sammansättningen av finansiella institutioner i Västtyskland avviker, som framgått i tidigare kapitel, från situationen i exempelvis Förenta staterna och Storbritannien. Bankerna spelar en förhållandevis viktigare roll som ägare, medan försäkringsföretag och i synnerhet pensionsstiftelser svarar för väsentligt mindre andelar av aktiekapitalet. Sett över de två senaste decennierna har de finansiella institutionernas ägande ändå ökat, från 10 procent av det samlade aktievärdet 1963 till 18 procent 1984.

Bankernas direkta ägande uppgick vid utgången av 1984 till ca 9 procent, att jämföra med 20 procent i Japan och 3 procent i Storbritannien. De tre stora affärsbankerna svarade för ungefär hälften av bankers samlade innehav.De regionala bankerna höll 30 procent och sparbankerna och de centrala giroinstitutionerna (Landesbanken och Girozentralen) 22 resp 16 procent. De västtyska bankerna innehar ofta kontrollposter (> 25 procent) men är sällan majoritetsägare. Gessler-kommissionen (1976) fann att de sex största bankernas sammanlagda innehav i företag med bankinnehav

större än 10 procent översteg 40 procent. Fler än 90 procent av innehaven översteg 25 procent. Företag med starkt bankägande tillhörde som regel inte - med något iögonfallande undantag som Daimler Benz där Deutsche Bank hade 28,5 procent av aktiekapitalet 1984 - den övre halvan av 100-största listan. Om man ser till de börsnoterade aktiebolagen hade 12,2 procent banker (som regel flera tillsammans) som majoritetsägare 1983. Denna andel i det närmaste fördubblades mellan 1963 och 1973 men har sedan minskat något. De bankkontrollerade (innehav > 50 procent) företagen är, såsom framgick av tabell 6.10, väsentligt mindre än genomsnittet. Deras andel av det totala kapitalet i de börsnoterade aktiebolagen var 1983 endast 6,7 procent.

De allra flesta bankinnehav ligger strax över 25 procent. Poster ovanför denna gräns ger en förmånlig skattebehandling och vetorätt vid vissa typer av beslut på bolagsstämman. Innehaven är koncentrerade till ett litet antal relativt stora företag, dock ej de allra största. Betydelsen av bankinnehaven bör inte överskattas. De har ofta tillkommit efter räddningsoperationer från bankernas sida. Bankerna har inte heller varit en särskilt viktig källa för nytt riskkapital för västtyska bolag, i synnerhet inte för mindre och nystartade företag.

Bankerna kan emellertid också utöva rösträtt för de aktier de förvaltar för andra personers räkning. Under perioden 1963-1976 sjönk dessa aktiers andel av det totala aktievärdet från 55 till alltjämt ansenliga 51 procent (Gesslerkommission, 1979). Sammantaget (inkl deras direkta ägande) kunde bankerna alltså utöva rösträtt för 60 procent av alla aktier noterade på de västtyska börserna (se tabell 6.15). Bankerna måste emellertid be de slutliga ägarna om instruktioner hur de skall rösta. Endast en bråkdel - 2-3 procent av aktieägarna - ger sådana instruktioner, vilket alltså ger bankerna en betydande handlingsfrihet.

TABELL 6.15 BANKERS EGNA OCH FÖRVALTADE INNEHAV SAMT "LEIHSTIMMEN"

Rösträttens storlek %	Egna innehav antal	%	Förvaltade innehav antal	%	Leihstimmen antal	%
- 5	400	64,2	5 625	92,6	3 436	96,6
5 - 10	25	4,0	186	3,0	56	1,6
15 - 25	41	6,6	104	1,7	37	1,0
25 - 50	97	15,6	65	1,0	20	0,6
50 - 75	33	5,3	29	0,5	"	0,1
75 -100	24	3,8	15	0,2	"	0,1
100	3	0,5	2	-	-	-
Total	623	100,0	6 226	100,0	3 551	100,0

Källa: Gesslerkommission, 1979

Bankerna kan också få fullmakter från andra aktieägare dvs sådana vilkas aktier ej förvaltas av bankerna, s k "Leihstimmen". Den tidigare omnämnda rapporten från Gessler-kommissionen visade att bankernas samlade röstvärde (inkl fullmakter för förvaltade aktier och Leihstimmen) i 90 procent av de 623 undersökta företagen understeg 5 procent. Innehaven (egna och förvaltade) var således koncentrerade till ett mindre antal större företag.

Det kan också vara värt att notera att de stora privata affärsbankerna själva saknar dominerande ägare. Ägarstrukturen i de tre största - Deutsche Bank, Dresdner Bank och Commerzbank - klassificeras av Monopolkommission som spridd ("Streubesitz"), vilket, som vi sett, är otypiskt för västtyska storföretag. Avsaknaden av starka ägare ger bankledningarna ett betydande inflytande och deras roll stärks ytterligare av att bankerna i betydande utsträckning förvaltar aktier de själva emitterat.

Övriga finansiella institutioner har traditionellt spelat en underordnad roll som ägare. Försäkringsföretagen har emellertid mer än fördubblat sin andel av det totala aktievärdet under de två senaste decennierna. År 1984 svarade de för 8.0 procent av den totala aktiestocken. Försäkringsföretag har typiskt sett mindre innehav och är sällan majoritetsägare i andra rörelsedrivande företag. År 1983 kontrollerade de mer än hälften av aktierna i bara 2,5 procent av de börsnoterade aktiebolagen. Den väsentligt lägre andelen av dessa företags samlade kapital - 1,3 procent - visar att det främst rörde sig om mindre bolag. Västtysklands största försäkringsföretag, Allianz Versicherung AG, är emellertid en betydelsefull ägare i många storföretag. Dess ägarandel låg normalt mellan 1,6 och 10 procent i de tiotal företag där det var representerat 1984.

Pensionsstiftelserna är pga det västtyska pensionssystemets utformning mindre betydelsefulla som ägare. Investmentföretag förekommer också i Västtyskland, men deras verksamhet är svåröverblickbar. Varken Monopolkommission eller någon annan källa som stått till författarens förfogande har förmått kasta ljus över deras ägarengagemang.

Det framgår också av statistiken för de börsnoterade aktiebolagen att det statliga ägandet i huvudsak är koncentrerat till kontrollposter i mycket stora företag. Det utländska ägandet är också i hög grad kontrollrelaterat, utländska investerare har fått ökad betydelse som majoritetsägare trots att deras andel av det totala aktievärdet sjunkit markant. Detta avspeglar ökade utländska direktinvesteringar.

6.4 Ägarstrukturen i japanska företag

6.4.1 Hushållens ägande

Det starka inslaget av institutionellt ägande i det japanska näringslivet har stärkts under de senaste decennierna. Det individuella ägandet av aktier har minskat i betydelse högst påtagligt från en andel om 69,1 procent (inkl. ett mindre antal utländska privatpersoner) 1949 till 26,8 procent (exkl.utländska ägare) 1984. Före Andra världskriget utövade ett litet antal familjer ett synnerligen stort inflytande över näringslivet genom vittomfattande och synnerligen komplexa ägande- och kontroll-arrangemang som omfattade bl a holdingbolag och ömsesidigt ägande. Dessa löstes upp på den amerikanska ockupationsmaktens initiativ och aktierna såldes till allmänheten, främst anställda i de berörda företagen samt privatpersoner med förankring i de berörda företagens region. Detta förklarar den höga andel av aktiestocken som innehades av privatpersoners vid 1940-talets slut.

Den kraftigt minskande andelen individuellt ägande kan således i hög grad ses som en återgång till situationen före kriget, med den viktiga skillnaden att zaibatsu-familjernas ursprungliga dominans brutits. Det institutionella ägandet har ytterligare stärkts av de generella drivkrafter som legat bakom motsvarande tendenser i andra kapitalistiska ekonomier. Kostnaden för att kontrollera enskilda företag har ökat i takt med att aktiekapitalet vuxit.

Utöver dessa mer generella förklaringar tillkommer en rad för Japan specifika förhållanden. Den japanska aktiemarknaden är, som vi tidigare framhållit, förhållandevis svagt utvecklad med mycket kraftiga prisrörelser och betydande möjligheter för enskilda, större placerare, främst mäklarfirmor, att manipulera aktiekurserna. De stora variationerna i priserna på aktier, i kombination med höga kostnader för små transaktioner, har gjort aktier till ett mindre attraktivt placeringsalternativ för enskilda investerare. År 1984 utgjorde aktiesparande endast 8,5 procent av hushållens totala sparande. Den japanska regeringen har också givit skattefördelar till dem som sparar i det statliga postväsendet.

Denna negativa inställning till placering i aktier underblåstes av kraftiga kursfall på Tokyo-börsen i mitten av 1960-talet, då bl a det stora försäkringsföretaget Yamaichi så när gick i konkurs. Den japanska riksbanken såg sig då nödsakad att i betydande omfattning stödköpa aktier som senare såldes ut gradvis, i första hand till icke finansiella företag. Erfarenheterna från "Yamaichikraschen" kom också att vända den dittillsvarande tendensen mot ökat indirekt individuellt ägande via investmentföretag. År 1984 svarade dessa institutioner endast för 1,0 procent av det samlade värdet på börsen att jämföra med ca 7,5 procent 1960.

6.4.2 Institutionellt ägande

De aktier som under 1960-talets senare del stödköptes av riksbanken såldes sedermera bl a till icke-finansiella företag. Denna ägarkategori kom därmed att få markant ökad betydelse. Dess andel hade emellertid ökat påtagligt redan under 1950- talet, då den gick från 5,6 procent till 17,8 procent.

Vid mitten av 1970-talet nådde inhemska företags innehav av aktier i andra företag sin kulmen, procentuellt sett, för att sedan stabilisera sig runt en fjärdedel av det samlade börsvärdet. Detta ägande är i betydande utsträckning ömsesidigt organiserat inom ramen för de finansiella och industriella grupperna. (Dessa grupper behandlas i kapitel 7).

Flera omständigheter har åberopats som förklaringar till denna ägarkategoris stora och under lång tid växande relativa betydelse. Ömsesidigt ägande är i Japan, liksom i andra kapitalistiska länder, ett medel att öka kapitalbasen med bibehållen kontroll (jfr röstvärdesdifferentiering). I synnerhet har företag fruktat sk fientliga övertagande, i Japans fall främst i form av utländska uppköp, eftersom företagsköp i vår mening är synnerligen ovanliga och dessutom i japanska ögon moraliskt diskutabla. Denna oro saknade inte grund under 1960-talet och tidigt 1970-tal, då japanska företag framstod som kraftigt undervärderade. Det fanns emellertid vid denna tid en rad andra regleringar på den japanska kapitalmarknaden som försvårade utländska övertaganden. Inflödet av kapital var också mycket litet under perioden, varför hotet om utländska övertaganden framstår som något överdrivet. Små ömsesidiga innehav av aktier har också kommit att betraktas som ett implicit långtidskontrakt, vars huvudsakliga uppgift varit att befästa olika typer av affärsrelationer.

De finansiella institutionernas ägande i japanskt näringsliv uppvisar ett utvecklingsmönster snarlikt de icke-finansiella företagen. Under perioden 1949- 1982 ökade deras andel från 9,9 till 38,8 procent. Banker och försäkringsföretag (främst liv- och skadeförsäkringsföretag) är den dominerande gruppen med 47 resp. 43,3 procent av de finansiella institutionernas aktieägande år 1980. I Japan tillåts banker äga upp till 5 procent av aktierna i andra företag. Vissa innehav är f n större, men dessa skall, i enlighet med 1977-års monopollag, ha reducerats vid 1987-års utgång. Eftersom flera banker 1982 överskred maximigränsen

förefaller det rimligt att bankernas andel av det totala aktieägandet kommer att minska, givet att de inte väljer att starkt diversifiera sina portföljer.

De enskilda innehaven är som regel relativt små sett såväl från ägarens som från det ägda företagets synpunkt. För bankerna och försäkringsföretagen är aktieägandet, liksom i Västtyskland, en del av en kundrelation, dvs det ägda företaget är lån- resp försäkringstagare hos den ägande institutionen. De finansiella institutionernas starkt diversifierade portföljer reducerar riskexponeringen, men även motivet för och möjligheterna till ett aktivt ägarinflytande.

Institutionernas beteende, i synnerhet försäkringsbolagens, präglas som regel av passivitet. Den aktiva ägarrollen spelar de som regel bara i krissituationer, om ens då.

De finansiella institutionerna fungerar ofta som, med en japansk benämning, "stabila aktieägare". En stor del av aktiestocken ligger på fasta händer, dvs handlas aldrig med. I början av 1970-talet var denna andel runt 70 procent. Fortfarande riktas 70-80 procent av nyemissioner till de s k stabila aktieägarna. Fenomenet illustreras väl av statistiken över omsättningen på börsen. År 1983 svarade banker vilkas samlade innehav uppgick till ca 20 procent av aktiestocken för endast 1,8 procent av den totala transaktionsvolymen. Motsvarande andelar var för icke-finansiella företag drygt 25 respektive 7 procent. Tendensen hos företagen att söka efter stabila aktieägare kunde skönjas redan i början av 1970-talet och har sedan gradvis ökat. Mönstret är detsamma som för de finansiella institutionernas övriga innehav. De skaffar sig sällan kontrollposter, och relationen vidmakthålls genom ett fortlöpande utbyte av tjänster och gentjänster. Ett försäkringsbolag kräver exempelvis för att inträda som stabil aktieägare att det får täcka åtminstone en del av det berörda företagets behov av försäkringstjänster.

Erfarenheterna från rederiföretaget Sanko Steamships konkurs 1985 ger en indikation om hur långt de stabila aktieägarnas lojalitet kan sträcka sig. De viktigaste institutionella ägarna följde företaget ända till konkurs utan att sälja sina innehav. Sanwa, Sankos huvudbank, tecknade t o m obligationer för mycket stora belopp alldeles innan konkursen var ett faktum och långt efter det att banken insett vad som skulle komma att ske.

Systemet med stabila aktieägare har nu nått en sådan spridning att myndigheterna sett sig nödsakade att införa regler för hur stor del av en nyemission som fritt måste distribueras på marknaden. De senaste bestämmelserna säger att denna andel måste uppgå till åtminstone 25 procent för nya bolag och 10 procent för bolag som redan finns noterade på börsen.

Det utländska ägandet har fått ökad betydelse under senare år i takt med att den japanska kapitalmarknaden avreglerats. Utlänningars uppköp tog fart under sommaren 1980. Under perioden 1979- 1981 i det närmaste fördubblades de icke-japanska innehavens andel av det totala nominella aktievärdet,från 2,5 till

4,6 procent (om man ser till marknadsvärdet var andelen 5,6 procent vid mars månads utgång 1982). En stor del av ökningen beror på att ett betydande antal japanska företags aktier noterats på utländska aktiebörser, främst i New York. Innehaven är till övervägande del portföljplaceringar.

Ägandet i Japans näringsliv präglas, som tidigare antytts, av ett utbrett och komplext nät av ömsesidigt ägande (på japanska kabushi mochiai). Termen mochiai betecknar i snäv mening "ömsesidigt innehav", men ordet har en vidare betydelse av ömsesidig hjälp, delat beroendeförhållande och stabilitet. Denna typ av ägande är mest påtaglig i de finansiella grupperna där ett företag typiskt sett ägs till 15-30 procent av andra gruppmedlemmar. (Dessa grupper diskuteras i avsnitt 7). Tabell 6.16 visar korsägandets utbredning bland de 20 största ägarna i viktigare japanska företag.

TABELL 6.16 AKTIEÄGANDE INOM OCH MELLAN FINANSIELLA GRUPPER a)
(De 100 största företagen i tillverkningsindustrin och de 23 största finansiella institutionerna, 1973; andelar i procent, inom parentes antalet företag i gruppen)

Emitterande Grupp	Ägande grupp						
	Mitsui	Mitsubishi	Sumitomo	Fuji	Dai-Ichi	Sanwa	Oberoende
Mitsui (12)	55.2	5.4	7.3	4.9	2.1	--	25.2
Mitsubishi (13)	1.7	74.2	0.8	3.8	3.8	1.0	14.8
Sumitomo (10)	1.7	0.3	68.8	3.6	1.6	0.2	23.9
Fuji (14)	3.5	6.4	6.8	49.2	5.5	4.9	23.6
Dai-Ichi (10)	4.2	9.1	4.7	6.2	42.3	2.4	31.1
Sanwa (12)	3.2	5.6	2.6	12.7	11.3	32.8	31.8
Oberoende (52)	11.2	13.0	9.8	9.2	9.5	7.2	40.0

a Siffrorna indikerar andelar av aktier som hålls av gruppföretag (understrukna) jämfört med andra företag och oberoende företag. Statistiken omfattar endast de 20 största aktieägarna i varje företag. Inom parentes antalet företag.

Källa: Futatsugi (1976), citerad i Gerlach, Michael (1986) "Institutionalized Markets: Corporate Control and Large-Firm Organization in Japan", Yale University (opublicerat arbetspapper)

Tabellen visar tydligt det starka ägandet inom och det begränsade ägandet mellan grupper. Det gäller i synnerhet de tidigare zaibatsu - Mitsui, Mitsubishi och Sumitomo. De oberoende företagen fördelar däremot sina innehav förhållandevis jämnt mellan grupperna.

6.5 Ägarstrukturen i amerikanska företag

Det moderna industriföretagets framväxt har i den amerikanska ekonomin, liksom i de flesta andra kapitalistiska ekonomier, lett till en spridning av ägandet på allt fler händer. Berle & Means förutskickade denna utveckling redan 1929 i sin inflytelserika studie över ägande och kontroll i Förenta Staternas näringsliv The Modern Corporation and Private Property. Den amerikanske ekonomen Herman (1981) har i en studie som omfattar åren 1929-1974 beskrivit dessa förändringar.

6.5.1 Hushållens ägande

Ett av de mest påtagliga inslagen i ägarstrukturens utveckling är familjekontrollens minskade betydelse. En genomgång av 43 företag med starkt familjeägande (35 familjer) som identifierades i Berles och Means studie visar på vidden av förändringen (se tabell 6.17). I 25 av företagen minskade familjernas ägande med mer än 75 procent under perioden 1929-1974 och i ytterligare 12 företag var minskningen mer än 50 procent. Kritiker har hävdat att dessa siffror kraftigt underskattar familjernas roll i det amerikanska näringslivet. Det framstår ändå som ovedersägligt att familjekontroll i betydelsen ett stort ägarinnehav i kombination med ett avsevärt inflytande över företagets strategiska beslut och dagliga skötsel har fått väsentligt minskad omfattning.

Familjernas minskande betydelse är ett resultat av flera samverkande orsaker. Företagens tillväxt har gjort det alltför kostsamt att vidmakthålla den relativa ägarandelen. Med expansionen följer också ett ökande intresse från skilda intressenter att sprida ägarbasen. Minskad familjekontroll kan också följa av att familjens tillgångar vid generationsskiften sprids på många händer, varvid samordningen av röstandet i företagen försvåras. En stor del av familjetillgångarna i amerikanska storföretag har knutits till stiftelser. Lagändringar i slutet av 1960-talet försämrade möjligheterna att via stiftelser kontrollera företag. Många stiftelser har också i allt högre grad kommit att knytas till företagsledningen i det ägda företaget. Andra har diversifierats eller blivit mer självständiga.

TABELL 6.17 MINSKNING I FAMILJERS AKTIEINNEHAV I 43 STORFÖRETAG (från största innehav till lägsta 1929-1974)

Minskning i procent	Antal företag	Andel av företagen
75% eller mer	25	58,1
50-74%	12	27,9
25-49%	3	7,0
Under 25%	3	7,0
Totalt	43	100,0

Källa: Herman (1981) op cit.

Den minskande koncentrationen i ägandet kan också förklaras av fusionernas stora betydelse för företagens tillväxt. När företag slås samman minskar visserligen antalet företag, men ägarstrukturen blir som regel också mindre koncentrerad. För många ägarfamiljer har samgående mellan företag varit ett sätt att öka förmögenheten och säkerheten till priset av minskad kontroll.

Berle och Means framhöll att ägarspridningen lett till att aktieägarnas ställning försvagats och ledningarna i företagen tagit över inflytande. De fann att 1929-30 var 44 procent av de 200 största företagen (58 procent i tillgångstermer) "företagsledarstyrda". Drygt 20 procent styrdes av olika former av juridiska konstruktioner, typ holdingbolag. Således skulle inte mindre än 65 procent av dessa företag (80 procent om man ser till värdet av deras tillgångar) inte längre kontrolleras av ägarna. Författarna förutspådde också att denna andel skulle komma att öka. Senare studier (tex Larner, 1970 och Herman, 1981) som följt Berles och Means indelningsgrunder har givit dem rätt.

Berles och Means slutsatser har emellertid angripits från flera håll. Den gräns de satt för ägarkontroll (10 procent) har av de flesta betraktats som alltför hög. Deras mått tog inte heller hänsyn till spridningen av innehaven. Det är möjligt att med väsentligt mindre aktieinnehav utöva kontroll över ett stort företag med en spridd ägarstruktur. De bortsåg också från viktiga band mellan ägare. En kongressrapport från 1940 (Goldsmith et al) hävdade att även om ägar- och familjekontrollen minskat i betydelse under 1900-talet, var den mycket viktigare än vad Berle och Means kommit fram till. Hela 46 procent av de 200 största företagen klassificerades i denna utredning som ägar-/familjekontrollerade. Burch (1972), som inte begränsade sig till de 200 största företagen utan hade ett betydligt större urval, fann att 41 procent av de studerade företagen var företagsledarkontrollerade. Ca 42 procent kontrollerades av familjer, medan Burch i 17 procent, av fallen var osäker.

Tabell 6.18 redovisar ägardata för de 200 största icke-finansiella börsnoterade bolagen i Förenta Staterna vid 1974-års utgång, dvs 44 år efter Berles och Means studie. Hela 82,5 procent, av antalet företag föll då inom kategorin "företagsledarstyrda" (85,4 procent om man ser till värdet av företagens tillgångar). Denna studie visar på en markant ökning under 1900-talet. Förändringen är minst lika dramatisk under perioden efter 1929 som under de tre närmast föregående decennierna. Andelen företag med direkt ägarkontroll (en ägare innehar mer än hälften av aktiekapitalet) har också sjunkit synnerligen kraftigt. Praktiskt taget hela nedgången inträffade efter 1929.

Bland de 200 största företagen hade, vid tidpunkten för Hermans studie, en enskild ägare mer än två procent av aktiekapitalet i 159 bolag (se tabell 6.19). I en tredjedel av dessa företag var den störste ägaren en fond för de anställdas sparande (som regel pensionsfond). Näst vanligast som störste ägare var någon form av bank eller en familj - 21,4 resp 20,1 procent. Annat företag eller stiftelse (familjekontrollerade stiftelser har förts under kategorin "individ eller familj") var endast i undantagsfall störste ägare.

TABELL 6.18 STORA INNEHAV (2 PROCENT ELLER MER) AV RÖSTVÄRDET I DE 200 STÖRSTA ICKE-FINANSIELLA FÖRETAGEN a) (31 december, 1974)

Innehavens storlek (%)	Antal	Andel
20 och över	17	4.5
15-20	5	1.3
10-15	22	5.8
5-10	58	15.3
2- 5	276	73.0
Totalt	378	100.0

a) Familjekontrollerade stiftelser och personliga holdingbolag har slagits samman med privata innehav.

Källa: Herman (1981).

TABELL 6.19 DEN STÖRSTE AKTIEÄGAREN I 159 STORA ICKE-FINANSIELLA FÖRETAG EFTER TYP AV ÄGARE
(31 december 1974)

Ägartyp	Antal	Andel
Bank	34	21,4
Anställdas sparande i företaget	53	33,3
Försäkringsbolag	7	4,4
Investmentbolag	27	16,9
Annat företag	2	1,3
Stiftelse	4	2,6
Individ eller familj	32	20,1
Totalt	159	100,0

a) De 159 bland de 200 största företagen som hade en enskild ägare med 2 procent eller mer än röstvärdet, sedan familjekontrollerade stiftelser och personliga holdingbolags innehav förts till gruppen "individ eller familje".

Källa: Herman (1981)

6.5.2 Institutionellt ägande

Det bestående intrycket av samtliga studier av ägarkontroll i de amerikanska storföretagen är att företagsledningen stärkt sin ställning på bekostnad av ägarna och långivarna. De finansiella institutionernas kontrollorienterade ägande har, att döma av statistiken, minskat betydligt. Herman noterar att endast i ett av de 200 största företagen översteg affärsbankers, försäkringsföretags och investmentföretags samlade innehav hälften av röstvärdet. I mer än 50 procent av företagen underskred denna siffra 20 procent. Andelen företag som klassificeras som kontrollerade av finansiella intressen har sjunkit från omkring en tredjedel vid sekelskiftet till endast 0,5 procent vid årsskiftet 1974/75. Av de 165 företagen i kategorin "företagsledarstyrda" bedömes 38 företag leva under påtagliga finansiella begränsningar till följd av en ansträngd ekonomisk situation. Totalt räknade Herman med att 14 procent av de studerade företagen kontrollerades av finansiella intressen.

En rapport från ett amerikanskt kongressutskott under senator Metcalf betonade de finansiella institutionernas inflytande (Metcalf, 1978). Den störste institutionelle placeraren hade, enligt denna studie, i genomsnitt mer än 5 procent av aktieinnehavet och de tre största kontrollerade i genomsnitt nästan 10 procent av aktierna. Dessa institutioner förefaller dock inta en relativt passiv roll i företaget.

De amerikanska affärsbankerna tillåts inte att äga aktier. Det innebär inte att de saknar möjligheter att påverka företagens utveckling. De kan tvärtom utöva ett betydande inflytande genom de innehav de förvaltar, bl a för pensionsstiftelsernas räkning. En rapport från den amerikanska kongressen visar att bankerna förvaltade hela 25,2 procent av aktierna i 122 stora amerikanska företag (som tillsammans svarade för hela 41 procent av det totala aktievärdet vid 1976 års utgång). Försäkringsföretagens förvaltning svarade för 4,3 procent (Metcalf, 1978).

En annan grupp som förlorat i betydelse som ägare är icke-finansiella företag. Efter en kraftig ökning vid 1920-talets slut, då en dryg fjärdedel av de 200 största företagen kontrollerades av andra icke finansiella företag, har denna typ av ägande blivit allt mindre betydelsefull. Vid 1975 års slut tillhörde endast 8 av de 200 storföretagen denna kategori. De amerikanska företagen förefaller mindre intresserade av minoritetsposter utan föredrar majoritetsägande eller marginella innehav.

6.8 Sammanfattning

Trots den begränsade jämförbarheten hos de redovisade studierna och de fördjupade beskrivningarna går det att utläsa ett antal särskiljande drag mellan, å ena sidan, de bankorienterade systemen i Frankrike, Västtyskland och Japan och, å den andra, Förenta staterna och Storbritannien. Ägarstrukturen i storföretagen är mindre spridd i de bankorienterade systemen. Ägandet är i avsevärt högre grad kontrollorienterat. Detta sammanhänger i någon mån med att de stora företagen i dessa länder är mindre än i Förenta staterna och kostnaderna för kontroll därmed lägre. Denna faktor förmår emellertid knappast förklara hela skillnaden i koncentrationsgrad. Ägare med kontrollposter är i högre grad privatpersoner eller institutioner med ett direkt intresse i företagets verksamhet. Andra rörelsedrivande företags innehav av kontrollposter i de större företagen är ytterst ovanliga i det amerikanska systemet men allmänt förekommande i de bankorienterade systemen. Detta ägande har i Förenta staterna så gott som alltid formen av en total inkorporering av det ägda företaget varför skillnaden kan vara skenbar.

Särskilt tydlig blir skillnaden mellan de två typerna av system om man ser till de finansiella institutionernas ägande. I Förenta staterna är detta nästan uteslutande av portföljkaraktär. I Japan, Västtyskland och, i någon mån, Frankrike är, såsom tidigare konstaterats, de finansiella institutionerna betydligt mer direkt involverade i företagens drift. I synnerhet gäller detta bankerna. De förenar ofta andra affärsmässiga relationer med betydande aktieinnehav. Det är sällsynt med banker som majoritetsägare, men i egenskap av förvaltare av andras innehav eller som ledare för en finansiell företagsgrupp kan banken ändå ha ett inflytande som är jämförbart med en majoritetsägares.

Ett annat utmärkande drag hos ägarstrukturen i storföretagen i de bankorienterade länderna är den påfallande stabiliteten. Ägare, vare sig de är familjer eller institutioner, behåller sina kontrollposter i stort sett oförändrade under långa tidsperioder. I

Förenta Staterna och Storbritannien både fientliga och icke-fientliga, väsentligt vanligare.

Den kontrollerande ägaren är närmare förknippad med det enskilda företaget än den placeringsorienterade ägaren. Han är väl känd för företagsledningen till såväl identitet som övergripande målsättning. I de marknadsorienterade systemen är kontrollorienterat ägande mindre vanligt än i bankorienterade system. Även ägare med förhållandevis stora innehav framstår som relativt anonyma. De är också generellt sett mer benägna att överlåta sina ägarposter.

Ägarstrukturen i de bankorienterade systemen ter sig således mindre rörlig. Långvariga innehav ger visserligen förtrogenhet med företaget och dess ledning, men de kan också leda till tröghet i anpassningen till förändrade förutsättningar. Detta skall ställas mot en dominerande ägargrupps bättre möjligheter att i krissituationer ta ansvar för genomgripande förändringar i företagets verksamhet. Särskilt tydlig blir denna skillnad vid konkursrisk, då den anonyme ägaren med mindre innehav, något förenklat, "har allt att vinna men inget att förlora". Han kan då, som vi diskuterat i kapitel 2, komma att driva strategier med hög risk. En kontrollerande ägare har väsentligt mer att riskera, antingen p g a att han även har andra intressen i företaget eller därför att han förlorar i förtroende.

7 ÄGANDE- OCH KONTROLLSTRUKTURER PÅ MELLANNIVÅ - DE FINANSIELLA OCH INDUSTRIELLA GRUPPERNA I JAPAN

Den tidigare genomgången av ägarstrukturen i näringslivet på nationell nivå (kap 5) och i det enskilda företaget (kap 6) ger endast en begränsad bild av hur ägandet i näringslivet är organiserat. Den förbigår ägande- och kontrollsamband på mellannivå, mellan ägare och mellan företag. Tabellerna 6.1-6.6 antydde att sådana band var viktiga inslag åtminstone i Sverige (ägarsfärerna) och Japan (de finansiella och industriella grupperna). Detta kapitel diskuterar kortfattat förekomsten av och karaktären hos sådana konstruktioner i de sex länderna. Därefter ges en utförlig redogörelse för två centrala typer av ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå i japanskt näringsliv - de s.k finansiella respektive industriella grupperna. Dessa behandlas särskilt på grund av att de är principiellt intressanta och därför att de är ytterst viktiga för förståelsen av ägandet i Japan. De japanska företagsgrupperna får avslutningsvis tjäna som utgångspunkt för en diskussion av ägande- och kontrollstruktur på mellannivå och deras funktion i ekonomin.

7.1 Ägande- och kontrollstrukturer i teorin

Ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå har i första hand behandlats av marxistiskt inspirerade ekonomer och sociologer. De har kritiserat den neoklassiska traditionen och "managerial"-skolan för att i alltför hög grad intressera sig för det enskilda företaget eller den enskilda produktionsanläggningen i analysen av det ekonomiska skeendet. En stor del av de strategiska besluten fattas, menar de, på en nivå ovanför företaget och kan därför endast förstås om de studeras i ett större sammanhang. Denna inriktning inom forskningen har fokuserat vad de benämner finansiellt kapital ("Finanzkapital"). Vetenskapliga arbeten inom denna tradition kännetecknas av mycket omfattande och ingående analyser av empiriskt material.

"Finanzkapital"-litteraturens perspektiv påminner om den moderna kapitalmarknadsteorins synsätt där den enskilde investerarens beslutsproblem ställs i centrum för analysen. Medan den förra skolan betonar konsekvenser för fördelningen av makt och inflytande i samhället, koncentrerar den senare intresset till den ekonomiska effektiviteten. Ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå syftar enligt den marxistiska traditionen till att maximera enskilda ägares profit på övriga intressenters bekostnad. Dess företrädare betonar intressekonflikter, bl. a mellan arbeten och kapital samt mellan ägare men också mellan långivare och ägare.

Följaktligen har de också ägnat förekomsten av bankcentrerade företagsgrupper stort intresse. Enligt kapitalmarknadsteorin bör ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå snarare ses som portföljer av tillgångar vilkas sammansättning styrs av förväntad avkastning och risknivå. Ofta antas i analysen enighet om produktionsbesluten varför intressekonflikter mellan ägare och mellan ägare och långivare blir av underordnad betydelse. Ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå blir också i den moderna

kapitalmarknadsteorins värld förhållandevis föränderliga och diffusa analysobjekt. "Finanzkapital"-litteraturen betonar i stället trögrörligheten hos dessa strukturer.

Introduktionen av osäkerhet och heterogena förväntningar i kapitalmarknadslitteraturen har emellertid minskat klyftan mellan de två teoritraditionerna. Ägande- och kontrollstrukturer kan nu analyseras som konstruktioner i syfte att tillförsäkra sig inflytande över produktionsbeslut. Därigenom kan enskilda investerare förverkliga idéer och anpassa inriktningen på företagets verksamhet till sina egna förväntningar om framtiden. Utrymmet för intressekonflikter ökar också till följd av att ägarna nu antas kunna vara oeniga om de strategiska besluten.

7.2 Förekomsten av ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå

Ägande- och kontrollstrukturen på mellannivå förekommer i en eller annan form i alla länder. De går under namn som ägarsfärer, bankgrupper, företagsfamiljer eller kontrollblock. Även koncerner och konglomeratbildningar, liksom olika typer av nätverk kring företag, kan ses på likartat sätt. Dessa institutionella arrangemang har det gemensamt att de ingående företagens verksamhet i någon mening hänger samman finansiellt. Ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå kan vara mer eller mindre integrerade och formaliserade. Detta kapitel är koncentrerat till på arrangemang mellan formellt fristående företag.

Intresset är här särskilt knutet till två typer av ägande- och kontrollstrukturer i det japanska näringslivet, men sådana arrangemang är inget unikt för Japan. De spelar också en central roll i franskt näringsliv. Åtskilliga företag i Frankrike tillhör någon finansiell eller industriell grupp. De största finansiella grupperna är Suez och Paribas. Bland de industriella grupperna kan nämnas Rhone-Poulenc, de Wendel, PUK, Peugeot-Citroen och Michelin. Förutom finansiella band knyts dessa grupper samman av omfattande styrelsekopplingar.

Även i Västtyskland förekommer ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå, men de förefaller mindre entydigt avgränsade. De tre största bankerna och det dominerande försäkringsföretaget omges av grupper av företag. Institutionerna utövar ett betydande inflytande över gruppföretagen genom att de dels bidrar med låne- och ägarkapital, dels röstar för egna och förvaltade aktier.

I Förenta staterna finns visserligen några familjer som är viktiga ägare i flera stora företag och ett antal finansiella institutioner har betydande aktieposter i åtskilliga storföretag. Huvudintrycket är ändå att graden av samordning är låg och de ägande familjernas och institutionernas inflytande starkt begränsat. Bilden är snarlik i Storbritannien. De institutioner som i andra länder tjänar som centrum för ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå - banker, investmentföretag och icke-finansiella företag - svarar endast för mindre andelar av den samlade brittiska aktiestocken.

7.3 Finansiella och industriella grupper i Japan

Existensen av de finansiella och industriella grupperna är det kanske mest iögonfallande draget hos Japans finansiella system. De flesta större japanska företag är, som framgått ovan, medlemmar i åtminstone en sådan grupp. Dessa gruppers stora utbredning har givit upphov till en långtgående internalisering och segmentering av den japanska kapitalmarknaden. Vi skall här närmare studera gruppernas uppbyggnad och utbredning.

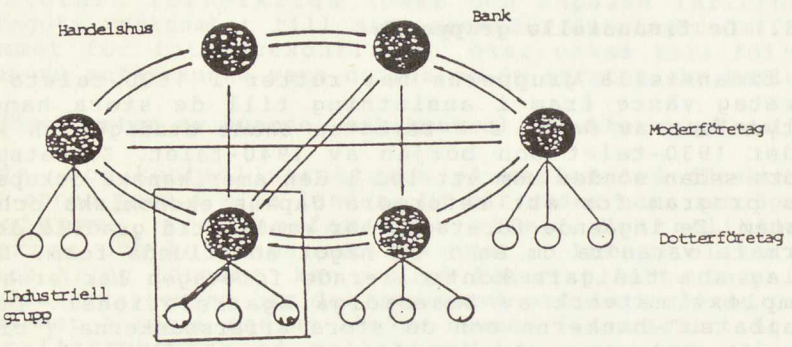
7.3.1 De finansiella grupperna

De finansiella grupperna har rötter i 1800-talets Japan där företag växte fram i anslutning till de stora handelshusen. Betydelsen av dessa s k zaibatsu ökade stadigt och kulminerade under 1930-talet och början av 1940-talet. Zaibatsu-grupperna bröts sedan sönder som ett led i den amerikanska ockupationsmaktens program för att reformera Japans ekonomiska och politiska system. De ingående företagen har emellertid gradvis åter knutits närmare varandra om än i en något annorlunda form. De holdingbolag som tidigare kontrollerade företagen har ersatts av ett komplext nätverk av ömsesidiga ägarrelationer. De tidigare "zaibatsu"-bankerna och de stora affärsbankerna ("city banks") kom att spela en central roll i gruppernas återuppbyggnad.

De allra flesta japanska börsföretag är idag organiserade inom ramen för någon finansiell grupp. Hela 719 (84 procent) av de 859 företag som 1981 var noterade på Tokyo-börsens första sektion betraktades som medlemmar i en sådan grupp (Nakatani, 1982). De sex stora finansiella grupperna - Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Fuji, Dai-Ichi Kangyo samt Sanwa - omfattade inte mindre än 546 (76 procent) av dessa företag. Övriga 140 företag betraktades som mer eller mindre fristående, men endast för 54 stycken var grupprelation helt okänd. Bland de helt fristående företagen återfanns den stora stålproducenten Shin Nippon Steel, Hitachi samt en del företag med i första hand lokal förankring. Företagen inom de finansiella grupperna är i genomsnitt större än de fristående företagen. De är också överrepresenterade i de tunga industrigrenarna.

De finansiella grupperna binds samman av ett komplext nätverk av ömsesidigt ägande, samt relationer mellan låntagare-långivare och köpare-säljare (se Figur 7.1). Dessa band förstärks ytterligare av en viss samordning i strategiska frågor och ett begränsat utbyte av styrelseledamöter mellan företagen i gruppen. Representanter på olika nivåer i gruppernas kärnföretag möts med jämna mellanrum bl a inom ramen för de s k direktörsklubbarna.

FIGUR 7.1: DEN FINANSIELLA GRUPPEN



* Pilarna indikerar ägarsamband. Dubbelriktade pilar representerar ömsesidigt ägande. Den infällda kvadraten visar att i den finansiella gruppen kan också ingå ett företag som är del av en industriell grupp.

Varje grupp omfattar företag i de flesta viktigare branscher och kännetecknas av en långtgående arbetsfördelning mellan medlemsföretagen. Specialiseringen är emellertid längre driven i de grupper som har sitt ursprung i de gamla zaibatsu. De finansiella grupperna skiljer sig från det centraliserade konglomeratet i amerikansk eller västeuropeisk mening i flera viktiga avseenden. Den kanske viktigaste skillnaden är de ständigt förändrade relationerna inom gruppen, i synnerhet i dess periferi. Grundstrukturen har visserligen i stora drag varit densamma under flera decennier. Nya grupper har dock bildats, och de stora företagen har fått en allt mer självständig ställning. De små perifera företagen byter i viss utsträckning grupp eller går i konkurs och nya ansluter sig. Nya allianser uppstår och ett visst samarbete mellan företag i olika grupper förekommer.

Den centrala affärsbanken, den s k huvudbanken, spelar en strategiskt mycket viktig roll som långivare, samordnare och finansiell rådgivare. Den ger omfattande lån till medlemsföretagen och förutsätts komma till undsättning om de får problem. I gengäld får gruppföretagen betala en högre ränta än de företag som står utanför gruppen. Den får också ta del av konfidentiell information och ges möjlighet att sända anställda som rådgivare och styrelseledamöter till medlemsföretagen. Genom sin priviligierade position kan gruppbanken tjäna som övervakare och garant gentemot övriga långivare. Det är dock viktigt att framhålla att huvudbanken inte är den enda bankförbindelsen. År 1980 riktades i genomsnitt endast 20-30 procent av huvudbankernas låneverksamhet

mot gruppföretag, vilka i sin tur inte täckte mer än en femtedel av sitt kapitalbehov genom lån i huvudbanken.

Handelshusen intar också en central ställning i grupperna. I många fall kan deras roll vara minst lika viktig som bankens. Handelshusen förser företagen med kort- och medelfristiga krediter. De har också stor betydelse för gruppens sammanhållning genom att de handhar en stor del av medlemsföretagens försäljning inom och utom gruppen. De griper också, liksom huvudbanken, in i situationer där företag råkat i kris. Historiskt sett har de faktiskt utövat denna funktion i betydligt större utsträckning än bankerna. Handelshusen har också ökat sina aktieinnehav väsentligt under de senaste decennierna och blivit allt viktigare som stabila aktieägare.

TABELL 7.1 DE SEX VIKTIGASTE FINANSIELLA GRUPPERNA (1980)

Totalt	Mitsui	Mitsu-bishi	Sumi-tomo	Sanwa	Fuyo	DKB
Antal företag(1)	24	28	21	40	29	45
Medlemsföretagens andel av gruppens aktiekapital	17,4	29,3	26,8	16,8	16,2	14,7
Gruppbankens andel av bankfinansiering inom gruppen	19,1	24,9	27,8	27,0	18,8	13,2

(1) Här inkluderas endast företag med representanter i de s k direktörsklubbarna som är fora för diskussion av gruppangelägenheter.

Källa: The Oriental Economist, Kigyo Keiretsu Soran, 1982, refererad i Aoki, Masahiko, The Theory of Japanese Firms, North Holland, 1983.

Ägarrelationen är i många fall underordnad andra affärsförbindelser, men spelar ändå en betydelsefull roll. Tabell 7.1 indikerar styrkan hos några av de band som håller samman de sex viktigaste finansiella grupperna. (Det framgår tyvärr inte av statistiken hur mycket av ägandet inom gruppen som är i verklig mening ömsesidigt, men det torde vara merparten.)

De olika finansiella grupperna skiljer sig något ifråga om storlek och grad av inre sammanhållning, men ägandet är i princip

organiserat på samma sätt (se tabell 7.2 med exempel på det ömsesidiga ägandet inom Mitsubishi-gruppen). I gruppens kärna återfinns, en affärsbank, ett försäkringsföretag, ett handelshus och ett antal stora företag (20-45 st i de viktigaste grupperna). Dessutom rymmer varje grupp ett betydligt större antal företag med lösare anknytning. Det ömsesidiga ägandet är som regel av en sådan omfattning att den största aktieägaren i ett företag är ett annat företag från samma grupp. Varje gruppföretags ägarandel är ändå oftast liten, normalt 2-5 procent, och alla företag äger inte del i alla andra medlemsföretag. Det finns dessutom flera företag som tillhör två grupper. (För ytterligare exempel på ägandets organisation inom grupperna se figur 7.2 och 7.3 i Bilaga 7).

TABELL 7.2 ÖMSESIDIGT ÄGANDE INOM MITSUBISHI-GRUPPEN 1984

Ägare / Ägt bolag	M. Bank	M. Trust	Tokyo Marine	Meiji Life	M. Heavy Ind	M. Corp	M. Electric	Asahi Glass	Kirin Beer	M. Chemical	N.Y.K.	TOTAL
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
M. Bank		1,3	4,7	5,9	3,3	2,0	1,4	2,0	0,8	1,1	1,1	26,
M. Trust Bank	2,2		1,7	7,7	3,1	3,7	1,7	2,2	1,0	0,8	1,4	32,
Tokyo Marine	5,8	2,9		3,9	2,0	0,7	0,1	1,8	0,5	-	1,1	21,
Meiji Life*	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-
M. Heavy Industries	5,8	2,7	3,2	3,6		2,5	1,4	1,0	0,3	-	0,9	23,
M. Corporation	7,9	4,1	7,8	4,8	5,9		2,0	1,6	0,5	-	2,7	42,
M. Electric	3,4	1,0	1,6	4,5	2,6	1,7		0,2	0,1	-	0,0	16,
Asahi Glass	7,7	4,1	6,1	4,3	1,6	1,7	0,3		1,0	-	0,3	29,
Kirin Beer	3,0	1,5	0,7	3,7	0,7	0,9	0,2	1,0		-	0,2	12,
M. Chemical	5,7	2,2	3,8	8,0	-	-	0,3	0,7	-		0,2	24,
N.Y.K.	4,4	3,6	6,7	2,5	7,2	1,7	-	0,3	0,3	-		27,

Källa: Clark, R., The Japanese Company, 1979.

Grupperna binds också samman av omfattande lånerelationer. Tabell 7.1 visar att gruppbanken 1980 täckte mellan 13 och 28 procent av gruppföretagens bankfinansiering. Beroendet är ömsesidigt. Mer än 90 procent av bankernas omsättning härrörde från lån till

rörelsedrivande bolag, jämfört med 40 procent i Förenta Staterna. Tabell 7.3 antyder att gruppbankerna faktiskt är mer avhängiga av gruppföretagen än tvärtom. Statistiken visar också att långivning under den studerade perioden minskade i betydelse. Huvudbankernas utlåning kompletteras också av andra finansiella institutioner knutna till grupperna (t ex från Sumitomo- och Dai-Ichi Kangyo-grupperna, se figur 7.4 och 7.5 i Bilaga 7).

Mitsui, Fuyo och, i synnerhet, Mitsubishi och Sumitomo har historiskt haft den starkaste interna sammanhållningen vilket också framgår av tabell 7.1. Grupperna runt Dai-Ichi Kangyo bank och Sanwa bank, vilka saknar band till de gamla zaibatsu, är något lösare sammansatta.

TABELL 7.3 IN- OCH UTLÅNING INOM DE FINANSIELLA GRUPPERNA
(1966 och 1976, i procent)

	Endast banker		Alla finansiella inst. inom gruppen	
	1966	1976	1966	1976
Mitsui				
lån till	67.2 (%)	61.4	57.2	52.4
lån från	13.6	10.5	25.2	20.8
Mitsubishi				
lån till	53.3	60.9	49.8	48.6
lån från	14.7	13.0	29.3	26.0
Sumitomo				
lån till	61.8	52.1	46.4	51.4
lån från	17.4	13.0	33.7	26.3
Fuyo				
lån till	43.2	42.8	37.8	45.4
lån från	19.4	14.7	29.0	26.2
Dai-Ichi Kangyo				
lån till	39.7	30.0	53.1	49.5
lån från	12.8	14.6	17.3	17.4
Sanwa				
lån till	48.4	41.9	35.8	42.3
lån från	16.7	14.1	24.1	21.1

Källa: Mito, 1983, citerad i Gerlach, Michael, "Institutionalized Markets: Corporate Control and Large-Firm Organization in Japan", Yale University (opublicerat arbetspapper)

Ägarstrukturen förefaller variera mycket litet mellan grupperna. Tabell 7.4 visar fördelningen av aktierna i ett urval av 317

japanska företag. De finansiella institutionerna föreföll äga en något större andel inom Sanwa och DKB än inom de andra grupperna, medan övriga rörelsedrivande bolags andel var i motsvarande lägre. De företag som står utanför de finansiella grupperna utmärks av att det individuella ägandet är något mer omfattande och de finansiella institutionernas väsentligt mycket mindre.

TABELL 7.4 ÄGARSTRUKTUR PER GRUPP
(genomsnitt under perioden 1974-1982; i procent)

	Andel av totalt aktiekapital				
Grupp	Finansiella institutioner	Företag	Enskilda investerare	Övriga	Totalt
Mitsui	37,0	29,3	30,9	2,8	100,0
Mitsubishi	39,6	22,9	34,7	3,0	100,0
Sumitomo	34,8	32,0	30,8	2,4	100,0
Fuji	37,1	23,4	36,0	3,5	100,0
DKB	41,2	21,9	33,5	3,4	100,0
Sanwa	40,2	22,1	35,3	2,4	100,0
Dotterbolag	17,1	55,1	23,6	4,2	100,0
Fristående företag	37,2	19,3	40,0	3,5	100,0

Källa: Survey of Enterprise Groups, 1985. Citerad i Nakatani (1985).

TABELL 7.5 DE SEX STÖRSTA FINANSIELLA GRUPPERNAS RESPEKTIVE BETYDELSE FÖR EKONOMIN, 1983 (a)
(Andelar i procent)

	Mitsui	Mitsubishi	Sumitomo	Fuyo	Sanwa	Dai-Ichi	Totalt
Sysselsättning (antal anst.)	0,74	0,71	0,41	1,03	1,26	1,55	4,87
Totala tillg.	2,43	2,70	1,49	2,81	3,26	4,12	15,30
Totalt kapital	2,15	2,47	1,72	2,78	3,12	3,72	14,44
Försäljning	2,79	2,86	1,87	2,76	2,93	4,63	16,18
Bruttovinster	3,68	2,20	0,86	3,52	3,55	3,10	14,57
Nettovinster	4,51	2,45	0,68	4,04	4,81	3,53	17,58

(a) Exkluderar finansiella institutioner (banker och försäkringsbolag).

Källa: Survey of Enterprise Groups 1985.

TABELL 7.6 DE SEX STÖRSTA FINANSIELLA GRUPPERNAS SAMMANLAGDA BETYDELSE FÖR DEN JAPANSKA EKONOMIN, 1983 (1)
(Andelar i procent)

	1970	1975	1980	1982	1983
Sysselsättning (antal anst.)	5.87	5.11	4.91	4.77	4.87
Totala tillgångar	17.52	15.76	15.34	15.18	15.30
Totalt kapital	18.92	14.74	15.09	14.39	14.44
Försäljning	14.95	14.94	15.59	15.96	16.18
Bruttovinster	13.61	8.29	12.08	13.86	14.57
Nettovinster	13.24	18.55	12.84	16.57	17.58

(1) Exkl. finansiella institutioner (banker och försäkringsbolag)

Källa: Survey of Enterprise Groups 1985.

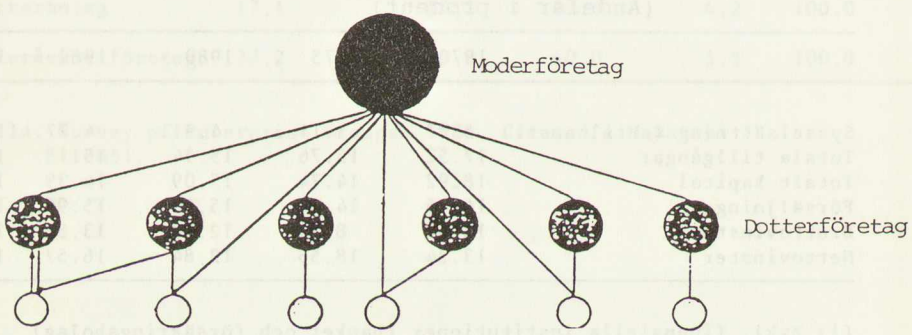
De mer löst sammansatta DKB- och Sanwa-grupperna var också, enligt de flesta mått, de största 1983, medan Sumitomo enligt samtliga kriterier var den minsta av de sex stora grupperna (se tabell 7.5). Statistiken visar också vilken viktig roll de finansiella grupperna spelar i den japanska ekonomin (Tabell 7.6). År 1983 svarade de sex viktigaste grupperna för 15 procent av industrins tillgångar (exklusive finansiella institutioner),

16 procent av dess försäljning samt knappt 5 procent av dess sysselsättning. Deras relativa betydelse minskade emellertid något under 1970-talet.

7.3.2 De industriella grupperna

De industriella grupperna är vertikalt organiserade, dvs längs förädlingskedjan (se figur 7.2). De domineras normalt av ett stort företag som knutit olika typer av finansiella band med sina leverantörer och distributörer eller som låtit flera av sina divisioner och helägda dotterbolag bli självständiga. Huvudföretaget omges av ett stort antal mindre och medelstora företag. De stora grupperna omfattar ofta flera hundra företag (som exempel kan nämnas att de grupper som leddes av Nissan, Hitachi och Matsushita hade 231, 190 resp. 611 medlemmar 1981[1]). Huvudföretagen låter en mycket stor del av sina finansiella investeringar gå till övriga medlemsföretag (för Matsushitas del var andelen 1981 hela 81,5 procent). Tabell 7.7 visar huvudföretagens andel av dotterföretagens aktiekapital 1980 (Denna statistik definierar grupperna efter ett snävare kriterium än den i fotnoten presenterade).

FIGUR 7.4 DEN INDUSTRIELLA GRUPPEN



Ägandet i de industriella grupperna har ofta varit korsvist organiserat, men i den nya bolagslagstiftningen från 1982 förbjuds denna typ av ömsesidigt ägande. Dotterbolag där huvudföretaget äger mer än hälften av aktierna åläggs att avveckla sina innehav i huvudföretaget. Grupperna har dock funnit olika sätt att kringgå de nya bestämmelserna, varför lagen ännu så länge haft begränsad effekt.

---

[1]) Inkluderar aktiebolag där huvudföretaget är störste eller näst störste ägare och innehar mer än 10 procent av rösterna samt bolag där andra medlemsföretag kontrollerar mer än 20 procent av aktierna och är största ägare.

De industriella gruppernas framväxt har förklarats på flera olika sätt. En vida spridd förklaring är att huvudföretaget kan utnyttja dotterföretagen som buffert mot svängningar i efterfrågan. Underleverantörssystemet har gjort det möjligt att hålla kostnaderna nere, då lönenivån i de mindre företagen är avsevärt lägre. Andra studier har betonat ömsesidigheten i relationen. Huvudföretagen har förlitat sig på en leverantör för varje insatsvara, varvid ett ömsesidigt beroende uppstått. Det korsvisa ägandet skulle, enligt detta synsätt, syfta till att stärka den grundläggande affärsrelationen och ge den en mer långsiktig karaktär. Genom att emittera aktier till sina dotterbolag har huvudföretagen också reducerat risken för fientliga övertaganden från andra företag.

De industriella gruppernas betydelse har ökat markant under den senaste femtonårsperioden. De tio största grupperna uppskattades 1981 äga knappt 6 procent av samtliga tillgångar, sysselsätta drygt 3 procent av den totala arbetsstyrkan samt generera knappt 11 procent av vinsterna inom industrin (exkluderar den finansiella sektorn). Deras interna sammanhållning och betydelse för ekonomin förefaller i vissa avseenden ha passerat de finansiella gruppernas. De båda typerna är också i vissa fall sammankopplade i den meningen att huvudföretaget i den industriella gruppen är del av en finansiell keiretsu.

TABELL 7.6 DE FEM VIKTIGASTE INDUSTRIELLA GRUPPERNA (1980)

	Hitachi	Matsu-shita	Nissan	Toyota	Nippon Steel
Antal dotter-företag (1)	38	25	27	38	40
Huvudföretagets andel av dotter-företagens aktier	46.3	44.2	30.1	21.4	15.3

(1) Inkluderar dotterbolag och affilierade företag. Kriterierna för gruppmedlemsskap är här väsentligt strängare än i den ovan refererade statistiken

Källa: Dodwell, Industrial Groupings in Japan, 1982

7.4 Ekonomiska konsekvenser av de finansiella och industriella grupperna

Den tidigare diskussionen har visat på de finansiella och industriella gruppernas betydelse för den japanska ekonomin. Vilka är de ekonomiska konsekvenserna av dessa ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå? Huvudintresset ägnas här de

finansiella grupperna, men också de industriella grupperingarna berörs.

Betydande forskningsresurser har ägnats åt att utifrån teoretiska resonemang och empiriska tester identifiera och belägga konsekvenserna av ägande- och kontrollstrukturer. De flesta studierna har baserats på amerikanskt material. Liknande tester finns också genomförda för bl a Japan, Storbritannien och Västtyskland. Två omfattande studier har diskuterat skillnaderna mellan företag inom och utanför de japanska finansiella grupperna (Caves & Uekusa (1976) samt Nakatani (1982)). Den sistnämnda studien utnyttjar senare data, varför den får tjäna som utgångspunkt för den fortsatta diskussionen. (Metodproblemen med denna typ av studier diskuteras i kapitel 8.)

Nakatani har studerat ett urval av företag (205 stycken) som var noterade på Tokyo-börsens första avdelning under perioden 1971-1980 (totalt 859 stycken). Han är främst intresserad av skillnader mellan företag inom de finansiella grupperna (främst de fyra största Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo samt Fuji) och de som är fristående från grupperna. De senare företagen är, såsom tidigare framgått, mindre och dessutom överrepresenterade i vissa branscher. Nakatani söker därför på flera sätt kontrollera för bl a skillnader i storlek och branschtillhörighet. Han utnyttjar också ett flertal kriterier på företagens tillväxt, räntabilitet, effektivitet och soliditet. Hans analys omfattar även arbetsproduktivitet samt fördelningen av företagets resultat på skilda intressenter, främst anställda, aktieägare och långivare.

Nakatanis resultat visar att företagen inom de finansiella grupperna, generellt sett, har en lägre räntabilitet och tillväxttakt än de fristående företagen (se tabell 7.7 i bilaga 7). Soliditeten är också väsentligt lägre och räntenivån högre. Gruppföretagen uppvisar vidare en något lägre effektivitet (mätt som förädlingsvärde genom totala tillgångar och förädlingsvärde per anställd). Skillnaderna vad avser effektivitet är dock inte statistiskt signifikanta och den metod som använts för att mäta produktivitet kan ifrågasättas. De fristående företagen har emellertid en väsentligt högre variation över tiden än gruppföretagen vad avser såväl tillväxttakt och räntabilitet som soliditet. Skillnaderna mellan fristående företag är också klart större än mellan företag inom grupperna.

En nyligen genomförd studie av 89 ledande företag i Japan antyder ett positivt samband mellan grad av ägarkoncentration och avkastning (Cable & Yasuki, 1986). Författarna tolkar detta som att ägarkontrollen har ett gynnsamt inflytande på företagens lönsamhet. Resultatet gäller bara för företag utanför de finansiella grupperna. Urvalet är dock litet (31 företag), varför slutsatsen måste omges med starka reservationer. En annan intressant observation i studien är att författarna inte kan finna något samband mellan grupptillhörighet och val av organisatorisk form (funktionell organisation eller divisionalisering). Denna iakttagelse stöder Nakatanis slutsatser att grupptillhörighet i sig är av betydelse för företagets resultat. Cable & Yasuki kan inte på grundval av sitt material finna stöd för att det

divisionaliserade företaget skulle vara lönsammare än det funktionellt organiserade, vilket andra studier funnit i bl a Förenta staterna och Storbritannien.

Någon kartläggning motsvarande Nakatanis av olikheter mellan företag inom och utanför de industriella grupperna har, såvitt denne författare känner till, inte genomförts. Det är inte särskilt troligt att det på ett meningsfullt sätt går att företa sådana studier. De finansiella och industriella grupperna är lösningar på helt olika typer av problem. I flera fall är ett företag med i båda typerna av grupper. De industriella grupperna omfattar flera förädlingsled, varför det är svårt att finna jämförelseobjekt.

Med hjälp av internprissättning och andra bokföringstekniska transaktioner kan man inom grupperna förskjuta resultat mellan moder- och dotterföretag. Småföretagssektorn är också synnerligen heterogen, varför kvaliteten på tillgängliga data för de mindre företagen är mycket bristfällig.

7.5 Förklaringar till gruppernas framväxt

De finansiella gruppernas framväxt kan förmodligen endast förklaras tillfredsställande i breda historiska termer. Deras dokumenterade förmåga att överleva genomgripande förändringar reformförsök i det japanska samhället, två världskrig och en växande utländsk konkurrens under senare år, förefaller emellertid vara närmare kopplad till nu renodlade ekonomiska förklaringsfaktorer. Flera författare betraktar gruppbildningen som ett sätt att reducera olika typer av transaktionskostnader på kapitalmarknaden. Andra har pekat på att gruppföretagen kan utnyttja sin marknadsstyrka för att tillgodogöra sig monopolvinster.

Samtliga dessa förklaringar implicerar en högre vinstnivå i företag som tillhör de finansiella grupperna än i de som är fristående. Nakatanis och Caves & Uekusas studier visade emellertid på ett motsatt samband. Vi skall här peka på några andra tänkbara förklaringar utifrån den teoretiska ram som presenterades i kapitlen 2 och 3. Ägarfunktionen i företaget delades där in i fyra roller - kapitalförsörjaren, riskbäraren, övervakaren och entreprenören.

De ursprungliga ägarna har i de japanska företagen en förhållandevis undanskymd plats. Detta gäller i synnerhet företagen inom de finansiella grupperna. Den klassiska ägande- eller huvudmannafunktionen kan därför uppfattas som diffus eller uttunnad i den meningen att någon entydig kontrollerande ägare inte kan urskiljas. De olika ägarrollerna har fördelats på flera intressenter inom ramen för grupperna. De spelas i första hand av bankerna och handelshusen men också samfällt av medlemsföretagen i bl a de s.k direktörsklubbarna. Vi skall här diskutera de finansiella och industriella grupperna som sätt att organisera kapitalförsörjar-, riskbärar-, övervakar- och entreprenörsrollen.

7.5.1 Kapitalförsörjarrollen

När det gäller kapitalförsörjningsfunktionen har de finansiella grupperna i första hand spelat en roll genom att omfördela riskvilligt kapital mellan gruppföretagen och kanalisera hushållens banksparande till företagssektorn . De har emellertid endast i begränsad utsträckning främjat överföringen av kapital från privatpersoner via aktiemarknaden. Inte heller betydelsen av "omfördelningsrollen" bör överdrivas. Det ömsesidiga ägandet har inneburit överföringar av kapital som i huvudsak tagit ut varandra dvs företagen har tecknat aktier i varandra för ungefär samma belopp. Detta ägande skulle därför kunna ses som ett "byte" av återhållna vinstmedel mellan företagen i syfte att bekräfta andra affärsmässiga relationer och förhindra fientliga övertaganden. Om de ömsesidiga innehaven inkluderades i "interna källor" (se kapitel 4), skulle de japanska företagen sannolikt vara betydligt mer lika sina amerikanska motsvarigheter vad avser självfinansieringsgrad.

De finansiella grupperna har sannolikt spelat sin viktigaste kapitalförsörjarroll när det gällt att trygga företagens finansiering med lånekapital. Huvudbanken har genom sin goda inblick i medlemsföretagens finansiella situation, kunnat fungera som garant gentemot andra långivare och ägare. De finansiella grupperna har också erbjudit institutionella arrangemang som möjliggjort samfällda aktioner i situationer då gruppföretag befunnit sig i kris. Även denna funktion är i någon mån knuten till kapitalförsörjarrollen, men kanske i första hand till övervakar- och entreprenörsrollerna.

7.5.2 Riskbärarrollen

Ett systems riskbärande förmåga bestäms av hur väl det förmår överföra risk från dem som är riskovilliga till dem som är riskvilliga. En sådan omfördelning av risk kan åstadkommas antingen genom diversifiering av risk eller genom riskdelning. I gängse ekonomisk teori sker detta bäst när många investerare möts på en och samma marknad och kan ta ställning till ett stort antal investeringar med olika riskinnehåll. Marknaderna för riskspridning är, som framgått av kapitel 4, betydligt mindre utvecklade i Japan än i exempelvis Förenta staterna. Bankerna har därför sökt kompensera för riskkapitalmarknadens brister genom att själva bidra med riskvilligt kapital i form av aktieägande i kundföretag. Genom att sprida sina innehav på ett stort antal företag har bankerna till en del kunnat diversifiera bort risken.

Flera riskdelande arrangemang har vuxit fram inom ramen för de finansiella och de industriella grupperna. Den lägre räntabilitet och den mindre variation i vinstnivå (variationen i räntabilitet används av ekonomer som ett mått på risk) som Nakatani fann hos företagen i de finansiella grupperna kan tolkas som ett uttryck för riskdelning. Dessa företag skulle, enligt detta resonemang, vara mindre riskbenägna och därför avstå från vinst för en lägre risknivå.

De industriella grupperna representerar också en form av riskdelande arrangemang. Genom ömsesidigt ägande och utbyte av personal söker de berörda företagen bekräfta långsiktiga kontraktsrelationer och dela den finansiella risken. Detta uppbyggande av förtroende underlättar gemensamma utvecklingsansträngningar och utbyte av information mellan parterna.

Ett annat kännetecken för det japanska finansieringssystemet är den låga graden av funktionell specialisering. Banker fungerar både som långivare och ägare, försäkringsbolag är samtidigt ägare, långivare och säljare av försäkringstjänster o s v. Denna sammanblandning av ägar- och kundrelationer reducerar flexibiliteten i ägarnas förvaltning av sina aktieportföljer och därmed möjligheterna till fördjupad riskspridning, samtidigt som den kan möjliggöra vinster i insamlingen av information om företaget och stärka ägarnas incitament att övervaka företagsledningen.

7.5.3 Övervakarrollen

Ägarnas incitament att övervaka företagsledningen följer av att de därmed kan minska de kostnader som uppstår därför att ägare och företagsledare har skilda mål och framtidsförväntningar. Ägare kan dock inte kostnadsfritt övervaka företagets ledning. Övervakningsfunktionens organisation i de japanska finansiella grupperna förefaller synnerligen komplicerad och svåröverblickbar.

Det är inte svårt att, utifrån denna teori, identifiera svagheter i ägarnas direkta övervakning av företagsledningen eller i de externa kontrollmekanismerna. Den japanska aktiemarknaden är vid en internationell jämförelse, förhållandevis outvecklad, även om en viss förbättring skett under senare år. Det ömsesidiga ägandets utbredning har också i hög grad avskärmat företagen från aktiemarknadens kontroll. Marknaden för företagsköp är i det närmaste obefintlig, varför hot om fientliga uppköp knappast kan verka avskräckande på den sittande ledningen.

Agentkostnadsansatsen betonar också betydelsen av marknaden för företagsledare. Eftersom företagsledare i Japan som regel tillbringar hela sitt yrkesverksamma liv inom samma företag, kan inte heller denna kontrollmekanism sägas vara särskilt verkningsfull. Externt rekryterade styrelseledamöter skall också kontrollera företagsledningen. Sådana förekommer visserligen i Japan, men som vi tidigare påpekat hämtas ca 90 procent av alla ledamöter i styrelsen från det egna företaget. Följaktligen är de också underordnade den verkställande direktören. Dessa brister kan emellertid kompenseras av en rad speciella egenskaper hos de japanska grupperna.

Interna formella kontrollsystem och organisationslösningar förefaller, med svenska mått, mindre utvecklade. Flera centrala redovisnings- och resultatmått som länge varit i bruk i Förenta staterna och Västeuropa har först under senare år introducerats i japanska företag. Den hos oss dominerande formen för företagets organisation, det divisionaliserade företaget, har i Japan endast fått begränsad spridning. Cables & Yasukis ovan redovisade studie

antyder också att denna organisationsform i japanska företag inte leder till högre vinst, vilket ett antal studier funnit i några västliga industriländer. Bristerna i den formella kontrollapparaten kan dock mer än väl uppvägas av en synnerligen stark och omvittnad informell social kontroll i de japanska företagen. Denna kontroll torde vara särskilt stark i de stora prestigefyllda finansiella grupperna.

Övervakningsfunktionen i de finansiella grupperna är diffus i den meningen att någon klar huvudman inte kan utpekas. Gruppens medlemsföretag övervakas ändå på flera sätt. Huvudbanken spelar en central roll som långivare, finansiell rådgivare, informationsförmedlare samt garant gentemot andra banker. Bankens priviligierade ställning vad avser tillgång till information ger den mycket god insyn i företagen. Den ömsesidiga bevakningen mellan företag inom gruppen tjänar också som ett komplement till banken. De s k direktörsklubbarna spelar här en central roll som forum för utbyte av synpunkter och erfarenheter. De finansiella grupperna kan i detta avseende ses som en formalisering av de externa övervakningsmekanismerna. Direktörsklubbarna ger företagens viktigare intressenter, såsom banker, ägandeföretag och handelshus möjlighet till kommunikation.

De finansiella grupperna har till stor del avskärmat sig från aktiemarknadens övervakning. Nyemissioner riktas i första hand till existerande aktieägare, i synnerhet de "stabila aktieägarna"(se kap 7). I den utsträckning ägaren utövar något inflytande kanaliseras detta huvudsakligen på annat sätt än via bolagsstämman. Denna institution är oftast en ren formalitet, även om dess ställning stärkts något under senare år. Det dominerande intrycket är att de aktieägare som står utanför grupperna endast i starkt begränsad utsträckning deltar i övervakningsfunktionen. I den mån de över huvudtaget agerar sker detta först i kriser.

De industriella grupperna uppvisar ett annat mönster. Övervakningen är här mindre ömsesidig. Gruppens huvudföretag tar, ibland i samarbete med en större affärsbank, det huvudsakliga kontrollansvaret. Det ömsesidiga ägandet är mindre utvecklat än i de flesta finansiella grupperna, varför huvudföretaget utsätts för kontroll antingen från aktiemarknaden eller inom ramen för den finansiella grupp där det ingår.

7.5.4 Entreprenörsrollen

Ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå kan också vara kontrollmotiverade, d v s arrangemang i syfte att tillförsäkra sig inflytande över produktionsbesluten. Diskussionen i kapitel 2 visade att kontroll endast har ett entydigt värde under förutsättning att alla ägare inte är överens om de strategiska besluten. Kontroll ger ägaren möjlighet att styra produktionen i enlighet med sina egna önskemål. Kostnaden för kontroll, riskkostnaden, stiger emellertid i takt med att företagets storlek, och därmed den totala risken, växer.

Flera typer av arrangemang har vuxit fram i syfte att bibehålla kontrollen trots att den relativa kapitalbasen minskar. Som

exempel kan nämnas "ask-i- ask"-ägande då ett företag äger del i ett annat företag som i sin tur äger del i ett tredje o s v och ömsesidigt ägande då företag äger del i varandra. Röstvärdesdifferentiering d v s när aktier är förknippade med olika röstvärde vid bolagsstämman tillhör samma kategori.

I andra länder där ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå är mindre vanliga har en rad andra kontraktslösningar vuxit fram i syfte att förhindra att utomstående ägare och andra företagsledningar tar över kontrollen. Denna typ av försvarsåtgärder kan i princip vara av två typer: (1) nya aktier ges ut eller gamla omplaceras till "vänligt" inställda ägare alternativt återköps från potentiella uppköpare (jfr de "stabila" aktieägarna i Japan); och (2) bolagsordningen förändras exempelvis genom att röstvärdesdifferentiering eller nya majoritetskrav för val av styrelse införs. Till den senare typen kan också föras de s k gyllene fallskärmarna som ger företagsledningen så höga avgångsvederlag vid fientliga uppköp att hela företagets ekonomi hotas och andra klausuler som syftar till att avskräcka uppköpare (s k hajpulver och gifttabletter). När det gäller de finansiella grupperna som regel förefaller kontrollmotivet vara mindre betydelsefullt. De gemensamma organen eller huvudbankerna lägger sig inte i de enskilda företagens produktionsbeslut. Det är också svårt att tänka sig att gruppföretagen skulle kunna komma överens om inriktningen på varandras verksamhet annat än i mycket grova drag. Däremot kan de fylla en viktig uppgift när det gäller att skydda medlemsföretagen från fientliga uppköp. Arrangemangens komplexitet tyder dock på att detta inte kan vara enda motivet.

I de industriella grupperna är fördelningen av inflytandet en annan. Det dominerande företaget kan i hög grad bestämma produktionsinriktningen utifrån den sittande ledningens eller den dominerande ägarens preferenser och framtidsförväntningar.

7.6 Sammanfattning

Ett studium av ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå är i många länder centralt för förståelsen av ägandets organisation. Dessa strukturer är synnerligen viktiga inslag i Japan, men de är också av stor betydelse i det franska och svenska näringslivet. Även i Västtyskland förekommer liknande arrangemang. I länder med utpräglade marknadsorienterade finansiella system är de mindre vanliga.

Ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå kan ta sig många uttryck och ha olika förklaringar. De växer som regel fram i anslutning till finansiella institutioner och storföretag. Förmögna privatpersoner utgör också i många fall kärnan i sådana strukturer. Denna ägarkategori, har emellertid fått minskad betydelse som "gruppledare" under senare år.

Här har i huvudsak två ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå i japanskt näringsliv - de finansiella och industriella grupperna - diskuterats. En förhållandevis ingående presentation av dessa gruppers utbredning och ekonomiska egenskaper fick tjäna som grund för en mer principiell diskussion

av förklaringarna till ägande- och kontrollstrukturens framväxt. De har tolkats som sätt att organisera de fyra ägarrollerna - kapitalförsörjaren, riskbäraren, övervakaren och entreprenören. En studie av japanska företag inom och utanför grupperna antyder att behovet av riskdelning har varit en särskilt viktig förklaring till gruppernas framväxt. Att denna typ av arrangemang fått en sådan utbredning i Japan har av några ekonomer förklarats med landets bristfälligt utbyggda sociala trygghetssystem. Såväl företagsledning som anställda i japanska företag skulle därför vara särskilt benägna att söka kopplingar till andra företag för att dela den affärsmässiga risken. Även andra förklaringar till de finansiella grupperna har framförts, men det empiriska stödet för dessa är mindre.

De industriella grupperna är sämre belysta i litteraturen, men även dessa kan tolkas som uttryck för riskdelning mellan de ingående parterna. Den risk som delas är emellertid av en annan karaktär än när det gäller de finansiella grupperna. Den hänför sig till relationerna mellan olika led i förädlingskedjan och kan tolkas som en typ av vertikal integration. Såväl behovet att övervaka företagsledningen som ambitionen att påverka företagens produktionsbeslut synes vara centrala förklaringar till dessa gruppers framväxt i Japan. Denna typ av vertikala bindningar är emellertid inte något unikt för det japanska näringslivet. De är också viktiga inslag i exempelvis svensk industri, även om de i de flesta fall inte tar sig uttryck i ägarrelationer.
Diskussionen har här i första hand utgått från situationen i Japan, men resonemanget kan appliceras också på liknande arrangemang i andra länder. Vi återkommer till dessa frågeställningar i avslutningskapitlet (kapitel 9). Dessförinnan skall vi emellertid ägna kapitel 8 åt en genomgång av olika studier som sökt fastlägga de ekonomiska konsekvenserna av skilda ägande- och kontrollstrukturer.

8 EKONOMISKA KONSEKVENSER AV ÄGARSTRUKTURER

Den teoretiska utgångspunkten för denna rapport var att ägarstrukturen i näringslivet i första hand är ett resultat av enskilda investerares beslut. De väljer sin portfölj av tillgångar och i vilken utsträckning de skall ägna sig åt kontrollorienterat ägande. Dessa val kan påverkas av en rad faktorer, bl a egenskaper hos det finansiella systemet. I detta kapitel diskuteras de ekonomiska konsekvenserna av de resulterande ägande- och kontrollstrukturerna. En förhållandevis omfattande litteratur har studerat dessa effekter. Här presenteras kortfattat några av de hypoteser som framförts och testats inom detta mycket heterogena forskningsområde.

Diskussionen fokuserar studier av enskilda företags ägarstruktur, men ett antal studier av ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå berörs också. Begreppet ägarstruktur har i de flesta fall syftat på graden av koncentration i ägandet, men några författare har även studerat effekterna av ägandets sammansättning på skilda ägartyper. När det gäller den första dimensionen - koncentrationsgraden - är det möjligt att urskilja två huvudriktningar inom forskningen. Den första och mest frekventa typen av studier har avsett att studera sambandet mellan ägarkoncentration och företagens beteende och resultat. Den andra och mindre vanliga varianten av undersökningar betraktar ägarkoncentration som den beroende variabeln, d v s graden av ägarkontroll bestäms av egenskaper hos det enskilda företaget.

Dessa studier faller inom ett större ekonomiskt forskningsområde som söker samband mellan företagets struktur, exempelvis dess organisationsform eller ägarstruktur, och dess beteende. Det senare betraktas som mycket svårt att observera på ett vetenskapligt tillfredsställande sätt. Därför har man istället försökt mäta resultatet. Denna forskningstradition har varit behäftad med en rad metodproblem. Det gäller bl a riktningen på orsakssambandet: Är det beteendet som styr strukturen eller tvärtom? Också betydelsen av miljöfaktorer har diskuterats. Är en viss organisationsform effektivare än andra oavsett i vilken omgivning den fungerar?

Forskningsområdet har slitits mellan, å den ena sidan, den stora betydelsen av att kunna dra slutsatser om effektiviteten hos olika organisationsformer och, å den andra, ett betydande avstånd mellan tillgänglig teori och det empiriska material som stått till buds för att testa de hypoteser teorin genererat. Den mycket klena teoretiska underbyggnaden hos de första studier som publicerades har under senare år utvecklats med hjälp av formaliserade modeller, hämtade bl a från s k spelteori. Därmed har emellertid teorin avlägsnat sig från empirin. Denna allmänna beskrivning av forskningsområdet gäller i hög grad också den litteratur som studerar de ekonomiska konsekvenserna av skilda ägande- och kontrollstrukturer i företagen. Den rigorösare teorin har vidgat klyftan till det empiriska materialet.

8.1 Sambandet ägarstruktur - företagets resultat

En lång rad studier från slutet av 1960-talet och framåt har sökt kartlägga sambandet mellan koncentration i ägarstrukturen och företagens resultat (se Tabell 8.1 i Bilaga). De ursprungliga hypoteserna hämtades i hög grad från Berles och Means diskussion om de ekonomiska konsekvenserna av att ägandet skiljts från kontrollen i företagen. Dessa underbyggde emellertid inte sina resonemang med empiriska studier av resultatet. Intresset i deras efterföljares studier har främst riktats mot lönsamhet, men också andra resultatvariabler som tillväxt och ekonomiskt risktagande har undersökts. Den typiska studien har utnyttjat tvärsnittsdata från ett par hundra icke-finansiella företag under sju-åtta år i ett land (t ex Larner, 1970). I några fall har man begränsat sig till vissa branscher (exempelvis Radice, 1981).

Företagen har indelats i två eller flera grupper efter graden av ägarkoncentration. En gräns för ägarkontroll har, ofta ad hoc-mässigt, satts upp mellan 5 och 25 procent. Några studier utnyttjar mer sofistikerade koncentrationsmått och andra har valt indelningsgrund utifrån spelteoretiska modeller (för en diskussion av olika kontrollmått se Cubbin och Leech, 1983). På flera sätt har man sökt kontrollera för störande variabler som storlek och branschtillhörighet. De empiriska resultaten är motstridiga och svårtolkade.

Studierna kan ifrågasättas utifrån en rad utgångspunkter såsom använd teknik, metodernas användbarhet för ändamålet, rimligheten hos de underliggande antagandena, teorin i sig etc. Här berörs kortfattat några av de allvarligaste invändningarna.

Studierna grundar sig huvudsakligen på kraftigt föråldrat, huvudsakligen amerikanskt datamaterial som omspänner en relativt kort tidsperiod. Antalet studerade företag är ofta litet i förhållande till antalet kontrollvariabler. Branschklassificeringen är som regel grov (två- eller tresiffersnivån i SITC klassificeringssystem). Företag klassificeras efter sin huvudsakliga bransch. Denna kan variera väsentligt i betydelse för företagen.

Erfarenheterna från studier av sambandet mellan "koncentrationsgrad och lönsamhetsnivå i en bransch" visar att en uppdelning av företagens verksamhet i enskilda produktlinjer eller produktområden är av yttersta vikt för resultatet. Den länge allmänt förfäktade uppfattningen att företag i koncentrerade branscher har högre vinst har visat sig ogrundad, åtminstone i Förenta staterna, när den ställts mot ett mer finfördelat datamaterial.

Definitionen av ägar- och företagsledarkontroll är ofta synnerligen svagt underbyggd. Företagsledarkontroll definieras godtyckligt som en residual. Berle & Means valde 20 procent som definition av ägarkontroll. Senare författare har som regel valt en lägre gräns. De ser, med något undantag, endast till den störste ägarens innehav och bortser från hur övriga aktier är fördelade. Någon teoretisk underbyggnad för valet av gräns finns inte.

Cubbin och Leech (1983) har sökt ta hänsyn till röstspridning. Gränsen för ägarkontroll bestäms utifrån en sannolikhetsmodell. Denna metod har stora likheter med en spelteoretisk modell utnyttjad av Rydqvist (1986) för studiet av prisbildningen på aktier med olika röstvärde. Flera studier bortser också från det s k grupperingsproblemet, d v s om och i så fall när ägare skall anses agera gemensamt. Replikationsstudier visar att resultaten är mycket känsliga för variationer i ägarkontrollgräns och kontrollvariabel.

Kontrollen för inflytandet från störande variabler är ofta knapphändig. De flesta studier försöker på något sätt kontrollera för branschtillhörighet och storlek. De studier som inte utnyttjar branschklassificeringar söker istället standardisera branscher med hjälp av några variabler, exempelvis branschens tillväxttakt eller koncentrationsgrad. De flesta företag är emellertid, som tidigare framhållits, verksamma i ett mycket stort antal branscher. I dessa fall anges företagets omsättningsmässigt viktigaste bransch trots att de studerade företagen kan skilja sig högst väsentligt ifråga om huvudbranschens betydelse. Några studier försöker ta hänsyn till diversifieringsgrad genom att eliminera de mest diversifierade företagen.

De flesta studier koncentrerar sig till resultatvariabeln "lönsamhet" som denna definieras i företagens bokföring. Några senare studier utnyttjar också aktiemarknadens värdering av företagen. I det förra fallet kan skillnader i bokföringsrutiner och bokföringsmässiga transaktioner snedvrida resultatet. Det senare resultatmåttet rymmer osäkerhet om orsakssambandet.

Om marknaden fungerar effektivt (d v s aktiepriserna avspeglar all tillgänglig information om företagen) och ägarstrukturen inverkar på företagens funktionsförmåga, borde denna marknadens bedömning av ägarstrukturens effektivitetet redan ingå i aktiekursen.

Företagens tillväxt mäts i de flesta fall i omsättning och totala tillgångar. Det torde emellertid finnas en betydande korrelation mellan lönsamhet och tillväxt. Det är därför svårt att särskilja om en viss ägande- och kontrollstruktur skulle vara mer tillväxt- eller vinstorienterad. En rad andra variabler förekommer också, bl a soliditet, andel forskning- och utveckling samt arbets- och kapitalproduktivitet. Flera studier, främst de av senare datum, studerar också variationen i lönsamhet, tillväxt och soliditet. Endast ett fåtal författare berör sambandet mellan ägarstruktur och utdelningspolitik.

Resultaten av undersökningarna är, som framhölls ovan, motstridiga. De här redovisade studierna finner som regel antingen ett positivt samband mellan graden av ägarkoncentration och lönsamhet eller också inget samband alls. Resultaten är emellertid, som antytts, mycket känsliga för valet av ägarkontrollgräns och ägarkontrollvariabel.

De motstridiga resultaten liksom den stora känsligheten för variationer i den oberoende variabeln ger anledning att ifråga-

sätta såväl uppläggningen hos dessa studier som deras teoretiska grund. Ett första frågetecken gäller möjligheten att verkligen isolera ägarkoncentrationens roll från andra förändringar under de studerade tidsperioderna. Faktorer som storlek, diversifieringsgrad, organisationsform och förändrad lagstiftning kan tänkas ha större inverkan än ägarkoncentrationen på företagens resultat.

Valet av längd på den tidsperiod som studeras är ett dilemma för forskaren. En alltför kort observationsperiod riskerar att missa långsiktiga tendenser och händelser av mer kortsiktig natur kan dominera. Många författare är också övertygade om att effekter av ägarstrukturen först kan iakttas i ett längre tidsperspektiv. Ju längre tidsperiod som studeras desto mera kommer observationen att störas av andra faktorer. Ett sätt att kontrollera för störande inflytande från andra variabler är s k event studies. Dessa söker isolera enskilda händelser, exempelvis förändringar i ägarstrukturen, och studerar hur aktiemarknaden reagerar på dessa händelser. Utgångspunkten är här att marknaden fungerar effektivt och korrekt värderar företagen utifrån all tillgänglig information.

De här diskuterade studierna koncentrerar intresset till de stora företagen. Dessa representerar ett relativt den totala populationen av företag homogent mönster av organisationsformer. Det förekommer exempelvis en betydande imitation av organisatoriska rutiner mellan de stora företagen. Kontrollsystemen är ofta formaliserade och till en del styrda av kraven på den externa redovisningen gentemot aktieägare och andra intressenter. Det är således inte i första hand i studiet av storföretagen som man förväntar sig att finna lönsamhetsskillnader. De mindre företagen är mer heterogena, och här kan också ägarna förväntas ha störst inflytande. Genom att hålla företagsstorleken konstant riskerar man därför att missa en mycket viktig dimension.

Studier av sambandet mellan ägarstruktur och resultat förefaller också vara behäftade med ett inneboende kausalitetsproblem. Om ett positivt samband ägarspridning-lönsamhet kan konstateras, kan detta mycket väl indikera att en lägre vinstnivå givit upphov till spridning av ägandet. Insider- aktieägare säljer aktier som "saknar framtid". Aktieinnehav baseras på förväntningar om framtida intäkter, inte på historiska resultat.

Den teoretiska utgångspunkten för studier av sambandet mellan företagets ägarstruktur och dess resultat utgår från två olika hypoteser. I den ena traditionen antas företagsledningen vara mindre motiverad än ägarna att anstränga sig för att höja vinsten (s k x-ineffektivitet). Denna uppfattningen representeras av bl a Monsen, Chiu och Cooley (1968). Den andra skolan menar att, även om x- ineffektivitet inte förekommer, kan ägare och företagsledning ha olika mål, exempelvis till följd av belöningssystemens utformning (se exempelvis Larner, 1970). De kostnader som uppkommer till följd av denna målavvikelse benämns agentkostnader (se kapitel 2 och 3). Ju mer kontroll ägarna har över ledningen, desto lägre agentkostnader och desto högre lönsamhet.

Studierna utgår från att alla ägare är överens om företagets investeringsprogram. Så är givetvis inte fallet. Skillnaderna mellan olika ägare kan vara väsentligt större än mellan kontrollerande ägare och företagsledare. I många fall representerar företagsledningen det egna företagets ägarinnehav i andra företag och fungerar då som ägare. Att så starkt betona skillnaderna mellan ägare och företagsledare framstår därför som tvivelaktigt.

En annan teoretisk oklarhet gäller sambandet mellan ägarstruktur och företagets resultat, d v s vad det är som gör att en högre motivation hos ägarna alternativt en starkare bindning till vinstmaximeringsmålet verkligen får inflytande i organisationen. Ägarkoncentration borde därför samvariera med val av organisatorisk form. Senare studier (bl a Cable och Yasuki, 1986) har och indirekt testat detta samband. Av deras data framgår att sannolikheten för divisionaliserad företagsorganisation sjunker med ägarkoncentrationen. De har emellertid inte i denna korrelation kontrollerat för företagsstorlek, vilket torde vara den gemensamma bakomliggande variabeln.

8.3 Ägarstrukturens sammansättning - resultat

Ett mindre antal studier har också behandlat sambandet mellan ägandets sammansättning av skilda ägartyper och företagets beteende och resultat. Det är inte nödvändigt att anta agentkostnader för att det skall vara intressant att studera ägarsammansättningen. Inom kapitalmarknadsteori kan ägare, såsom tidigare konstaterats, ha skilda målfunktioner beroende på olikheter ifråga om riskbenägenhet och fördelning av intäkter över tiden. Bedömningarna av sannolikheten för olika framtida händelser kan också gå isär.

En rad författare (bl a Aoki, 1984) har sökt påvisa hur bankägande kan leda till intressekonflikter. Bankdominerade företag skulle enligt detta resonemang kännetecknas av en lägre lönsamhet och soliditet. De skulle också vara mindre riskbenägna och således uppvisa lägre variation i vinst och soliditet. Aoki finner stöd för denna slutsats i ett japanskt datamaterial. En annan möjlig hypotes är att stora institutionella aktieägare är mer riskbenägna p g a möjligheterna att diversifiera aktieinnehaven.

Olika ägartyper kan förväntas ha olika motivationsnivå och förmåga att kontrollera företagsledningen. Deras benägenhet att utöva kontroll skiljer sig också åt. Cable (1985) utgår från bankernas förmåga att samla in och överföra värdefull information om företagen. Genom denna minskar företagsledningens möjligheter att avvika från ägarnas vinstmål. Han jämför företag knutna till någon av de större bankerna med fristående företag med i Västtyskland. Han finner att företag med starkt bankinflytande har en väsentligt högre lönsamhet. Studien är kanske något bättre teoretiskt underbyggd, men lider i övrigt av samma brister som övriga studier. De motstridiga resultaten ger ytterligare en indikation om svagheterna hos denna typ av studier.

8.4 Sambandet företaget - ägarstruktur

Ytterligare en riktning inom litteraturen tar sin utgångspunkt i ett mycket starkt antagande om att den optimala ägarstrukturen bestäms som en jämviktslösning. Egenskaper hos företaget bestämmer ägarstrukturen. Vinsterna från specialisering vägs mot agentkostnaderna, d v s kostnaderna för kontroll och de förluster ägarna gör genom att företagsledningen, trots övervakning, avviker från ägarnas mål. Något förenklat kan man säga att ett företag förutsätts ha den ägarstruktur som är mest effektiv givet dess ekonomiska egenskaper och dess ekonomiska omgivning. Studier av denna typ söker således finna signifikanta samband mellan dessa ekonomiska variabler och graden av koncentration i ägandet.

Ägarna kan också försumma sitt övervakningsansvar och avvika från vinstmaximering. Demsetz och Lehn (1986) tar också upp vad de kallar "ägarsmitning". Ägare - i synnerhet starkt differentierade ägare - skulle undandra sig sitt kontrollansvar eftersom kontroll kostar pengar. Kostnaderna för smitning fördelas då på samtliga ägare, inte endast den som smiter. Ägarna skulle också kunna tänkas avvika från ett vinstmaximerande beteende om de genom företagets verksamhet kan tillfredsställa sitt eget konsumtionsbehov. Demsetz och Lehn undersöker i sin artikel två exempel: tidningsbranschen och de professionella baseball-lagen i Förenta staterna. Författarna förväntar sig finna en högre ägarkoncentration i dessa branscher eftersom den kontrollerande ägaren då bättre kan styra företaget mot sina egna konsumtionsönskemål.

Dessa studier grundar sig på ett mycket starkt normativt antagande om att de organisatoriska lösningar vi observerar vid en given tidpunkt är de mest effektiva. Marknaderna skulle alltså vara perfekta i den meningen att endast de mest effektiva organisationerna överlever. Detta står i motsättning till den teoretiska utgångspunkten att kostnader för att sluta och övervaka kontrakt ger upphov till marknadsimperfektioner. De institutioner vi observerar representerar på sin höjd en uppsättning "mer" effektiva former.

8.5 Sammanfattning

Framställningen har gått igenom en rad typer av studier av ekonomiska konsekvenser av skilda ägande- och kontrollstrukturer. De flesta arbeten har studerat sambandet mellan ägarkoncentration och företagens resultat. Dessa är emellertid förknippade med en rad brister i den teoretiska underbyggnaden och i de metoder som använts. Även om det råder en uppenbar brist på alternativa angreppssätt, är de invändningar som gjorts allvarliga. Slutsatser baserade på de resultat som kommit ur dessa studier måste således förenas med ytterligt starka reservationer.

De redovisade studierna ger inte heller några entydiga resultat. För amerikanska företag tenderar man att finna positivt eller inget inflytande för ägarkoncentration på räntabiliteten. I Västtyskland och Japan förefaller sambandet, om något, vara

negativt. I den mån dessa resultat över huvud är signifikanta visar de på vikten av att i diskussionen av de ekonomiska konsekvenserna av skilda ägande- och kontrollstrukturer ta hänsyn till den omgivning i vilken företagen har att verka. De institutionella arrangemang som i någon mening är effektivare i marknadsorienterade system behöver inte vara överlägsna också i bankorienterade system.

9 SAMMANFATTNING OCH DISKUSSION

Ägande- och kontrollstrukturen i näringslivet bör studeras som en del av det omgivande finansiella systemet. Detta har varit den grundläggande tesen i denna rapport. Vi har valt att diskutera sambandet mellan det finansiella systemets utformning och fördelningen av fyra ägarroller utifrån två typsystem - bank- och marknadsorienterade system. Den teoretiska ramen har ställts mot en översiktlig beskrivning av sex länders finansiella system och ägande- och kontrollstrukturen i deras näringsliv. Detta sista kapitel sammanfattar de beskrivande avsnitten och återknyter till teorin. Avslutningsvis diskuteras implikationer för den svenska debatten om ägande och kontroll i näringslivet.

9.1 Sammanfattning

9.1.1 Teori

Företaget kan ses som en uppsättning kontrakt mellan en rad intressenter, såsom anställda, företagsledning, långivare och ägare. Dessa kontrakt reglerar bl a hur den risk som är förenad med företagets verksamhet skall fördelas. Det moderna industriföretaget representerar en företagsform där flera intressentgrupper är med och delar på risken. Kontrakten stipulerar även vilka mekanismer för inflytande som den enskilde intressenten har. Ägaren kan genom att rösta vid bolagsstämma utse företagets styrelse och indirekt även dess ledning, långivaren kan vägra nya lån och ansöka om att företaget försätts i konkurs, medan de anställda genom styrelserepresentation och i förhandlingar med övriga intressenter kan påverka företagets beslut. Företagsledningen kan uppfattas som en medlare mellan dessa intressen, som en självständig aktör, eller som en representant för någon eller några av intressenterna. Ledningens ansvar för den dagliga driften ger den inflytande över företagets strategiska beslut. Kontrakten specificerar också, ofta implicit, den enskilde intressentens roll i företaget i vidare mening - vem som skall samla in information före beslut och vem som skall övervaka beslutens uppföljning.

Fördelningen av inflytande mellan de skilda intressentgrupperna varierar beroende på företagets resultat. När det går dåligt ökar långivarnas makt. Även denna förskjutning av inflytande uttrycks i kontrakten. Konkurs innebär i praktiken att kontrollen över produktionsbesluten överförs från ägarna och företagsledningen till långivarna.

Företagets strategiska beslut fattas kollektivt av intressenter med delvis motstridiga intressen i en värld präglad av osäkerhet. Dessa ekonomiska aktörer har olika mål och förväntningar om framtiden. Trots motsättningarna måste handlingskraftiga koalitioner bildas mellan och inom de skilda intressentgrupperna. En fundamental fråga för denna rapport har varit hur spridning och delning av risk kan kombineras med en fördelning av inflytande och incitament som stimulerar intressenterna att fullgöra de roller som definieras av kontrakten och som leder till för samhället önskvärda beslut.

Första delen av kapitel 2 diskuterade konflikter mellan dem som bidrar med kapital till företagets verksamhet. Konflikter kan uppstå mellan obligationsinnehavare och banklångivare liksom mellan kontrollägare och småägare. Motsättningarna accentueras i situationer av finansiell kris, då ägare och långivare har delvis motstridiga incitament. När företagets förväntade nettovärde är negativt kan ägarna, som vid en konkurs har "allt att vinna och inget att förlora", komma att driva strategier med hög risk. Långivarna söker däremot bevaka sina fordringar och förordar därför mer balanserade åtgärdsprogram. Inför ett konkurshot kan emellertid motsättningar uppstå också mellan banklångivare och innehavare av obligationer. En huvudbanks intresse kan här vara mer likt ägarnas. Tillsammans kan de fatta beslut som går ut över obligationsinnehavarna. Att finna institutionella arrangemang som förmår hantera dessa konfliktsituationer framstår som en särskilt angelägen, och i den teoretiska litteraturen ofta förbisedd, uppgift för ett finansiellt system.

I kapitlets andra del diskuterades intressenternas funktioner i företaget. Fyra centrala roller förknippades med ägarna: kapitalförsörjare, riskbärare, övervakare och entreprenör. Dessa roller spelas emellertid inte bara av ägare utan också av övriga intressenter. Den enkla modellen möjliggör en första karaktäristik av företagets finansiärer. Några agerar enbart som kapitalförsörjare, andra bär även risk, medan ytterligare några antar också övervakar- och entreprenörsrollerna. Intresset här inriktades främst på fördelningen av dessa roller mellan ägarna liksom mellan ägarna och långivarna.

Modellen pekar på en bristande överensstämmelse mellan rollernas informationsbehov och incitamenten att samla denna information. Denna brist framstår som särskilt allvarlig när det gäller den anonyma kapitalmarknadens förmåga att producera tillräckligt med övervakningstjänster. Riskbärarrollen fordrar förhållandevis begränsad information, medan övervakar- och framför allt entreprenörsrollerna är mycket informationskrävande. Övervakarrollen avser i första hand verkställandet av de produktionsbeslut ägarna fattat under enighet, medan informationsinsamlingen för entreprenörsrollen också omfattar underlag för produktionsbeslut. Övervakaren får sin belöning i form av sänkta agentkostnader. Dessa vinster kommer emellertid också icke-övervakande intressenter till del. Det finns därför en risk att övervakaren inte har tillräckliga incitament att utöva sin roll. Entreprenören drivs däremot av möjligheten att styra företaget i enlighet med egna önskemål och förväntningar om framtiden. För denne står därför värdet av kontroll i direkt proportion till möjligheten att påverka företagets strategiska beslut.

Den bredare synen på ägarna som inte enbart riskbärare försvårar en normativ diskussion om ägarrollerna i företaget. Övervakarrollen har ett otvetydigt ekonomiskt värde i den mån den förmår minska kostnaderna för att företagsledningen avviker från ägarnas mål (=värdemaximering). Entreprenörrollen är väsentligt mer komplex att analysera i ett normativt perspektiv. Värdemaximering är inte längre definierad för företaget som helhet utan endast för den enskilde ägaren. När ägarna inte är överens om de

strategiska besluten, måste man bedöma vilken ägare som är mest kompetent.

Det är således först under oenighet mellan ägare som det är intressant att närmare studera olika ägartyper samt deras incitament och kompetens att samla in och bearbeta information. Vi identifierade två principiellt intressanta ägartyper - placeraren och entreprenören. Den förstnämnde sprider sina aktieinnehav på ett stort antal företag och delegerar de strategiska besluten till en professionell företagsledning, medan den sistnämnde avstår från diversifieringsmöjligheter för att investera i kontroll. Det säger sig självt att rollfördelningen skiljer sig markant mellan företag vilkas ägarstruktur domineras av placerare och företag med entreprenörägare.

Fördelningen av ägarrollerna mellan olika ägartyper liksom mellan ägare och långivare kan diskuteras i termer av det omgivande ekonomiska systemet. Kapitel 3 fokuserade sambandet mellan utformningen av det finansiella systemet och arbetsfördelningen mellan skilda intressenter. De finansiella systemen fyller en rad viktiga uppgifter, främst överföring av kapital från sparare till företag och omfördelning av risk i samhället. Två typsystem - bank- och marknadsorienterade system - har legat till grund för analysen. Dessa skiljer sig åt bl a ifråga om grad och art av finansiell intermediering.

En viktig förklaring till förekomsten av finansiella intermediärer är att informationen i ekonomin är asymmetrisk fördelad. Enskilda beslutsfattare har olika mycket och olika typer av information. Detta beror i sin tur på att vissa egenskaper hos information försvårar dess överföring. Litteraturen om finansiell intermediering pekar på hur en rad institutionella arrangemang uppkommit för att minska problemen med asymmetrisk information. Den finansiella intermediären fyller främst två funktioner: tillgångsomvandling och tillgångsvärdering. Den förra kommer bl.a av att det finns behov av att omvandla kortfristiga insättningar till långsiktiga lån och högriskprojekt till lågriskplaceringar samt av att dela upp stora investeringar i mindre delar. Den senare sammanhänger med att informationen inte är allmänt tillgänglig. Litteraturen framhåller också förekomsten av skal- och samordningsfördelar i intermedieringsverksamhet. Vi berörde i detta sammanhang möjligheterna att utnyttja dessa fördelar i övervakar- och entreprenörsrollerna för de "kapitalförsörjare" som samlar relaterad information i egenskap av exempelvis långivare, leverantör eller kund.

En viktig förklaring till skillnaderna mellan de två typer av finansiella system som diskuteras i denna rapport står att finna i den relativa betydelsen av en typ av finansiell intermediär - affärsbanken. Den får kapital till stor del genom inlåning från många små placerare. De inlånade medlen lånas ut till ett begränsat antal stora kunder. Inlåningen är i huvudsak kortfristig och villkoren standardiserade. Den fordrar endast ett minimum av informationsinsamling från parternas sida. Bankens utlåning sträcker sig däremot ofta, åtminstone i praktiken, över längre tid och banken måste samla ansenliga mängder privat information

om sina kundföretag. Banklånets karaktär leder därför gärna till uppbindningar mellan långivare och låntagare. Grupper av företag växer fram i anslutning till banken. Det finansiella systemet delas därmed upp i mindre undersystem där banken ofta har ett betydande inflytande, i synnerhet i situationer av finansiell kris.

Ett antal hypotetiska samband mellan de finansiella systemen och ägande- och kontrollstruktur lyfts också fram. Exempelvis är kostnaden för kontrollposter lägre i ett finansiellt system med sämre möjligheter till diversifiering av risktagandet på marknaderna. Ett ökat risktagande från andra intressenter, främst långivare, kan också bidra till att sänka kontrollkostnaderna för ägarna. Vi förväntar oss därför att finna ett mer utbrett kontrollorienterat ägande i de bankorienterade länderna. Denna hypotes förstärks ytterligare om man ser till de bankorienterade systemens koncentrerade struktur. De dominerande bankerna i dessa system har p.g.a sin blotta storlek betydande möjligheter att diversifiera även mycket stora innehav i enskilda företag. Vi hävdar också att behovet av intermediering är större i de bankorienterade systemen till följd av finansiella marknaderna är mindre utvecklade. Mellanhandsägande, när rörelsedrivande företag och institutioner äger aktier i andra rörelsedrivande företag - delvis en form av "ägarintermediering", kan därför förväntas vara viktigare i dessa länder.

De två typsystemen representerar i sina förlängningar två fundamentalt olika sätt att lösa det kollektiva beslutsfattandets problem. Det marknadsorienterade systemet lägger tonvikten vid specialisering i kontroll och riskspridning (jfr placerar-ägaren). Det bankorienterade systemet betonar riskdelning och behovet av att erbjuda företagets kapitalförsörjare tillräckliga incitament för att spela övervakar- och entreprenörrollerna (jfr entreprenörägaren). Kostnaderna för delegering av de strategiska besluten och den potentiella underproduktionen av övervakningstjänster i det marknadsorienterade systemet skall ställas mot vinsterna av bättre riskspridning. Det bankorienterade systemets betoning av stabilitet och långsiktighet kan, å den ena sida, ha kostnader i form av minskad flexibilitet. Den spridda ägarstrukturen i det marknadsorienterade systemet kan emellertid, å den andra sidan, försvåra det strategiska beslutsfattandet i företaget. Problemen att bilda handlingsdugliga koalitioner måste i sin tur vägas mot risken att en enskild intressentgrupp utnyttjar sin makt för syften som står i strid med samhällets intressen. Systemets utformning har också vidare implikationer för fördelningen av makt och inflytande i samhället. Denna diskussion ligger emellertid bortom syftet för denna rapport.

9.1.2 Empiri

Bank- och marknadsorienterade finansiella system existerar inte i sina renodlade former i verkligheten. Indelningen kan ändå användas för att karaktärisera befintliga system. Den lånades också ursprungligen från mer intuitiva klassificeringar gjorda av bedömare med nära kännedom om systemens funktionssätt. I kapitel

4 sökte vi med utgångspunkt i finansiell statistik beskriva de två systemtyperna. Studien omfattar sex länders finansiella system - två marknadsorienterade (Förenta staterna och Storbritannien) och tre bankorienterade system (Frankrike, Japan och Västtyskland) samt Sverige. Genomgången av de sex länderna visade inte, med de mått som utnyttjades, några signifikanta skillnader när det gäller de finansiella systemens omfattning och grad av finansiell intermediering.

Marknadernas betydelse för överföring av riskvilligt ägarkapital från de ursprungliga spararna till företagen är också snarlik. Den centrala olikheten avser snarare det finansiella systemets struktur, i synnerhet arbetsfördelningen mellan de finansiella institutionerna. Bankerna spelar en väsentligt viktigare roll i de bankorienterade systemen. Särskilt märks detta när det gäller bankkrediternas betydelse för företagens finansiering. Dessa strukturella skillnader kunde också utläsas ur de finansiella institutionernas och företagens beteenden. Företagen i de bankorienterade systemen har, generellt sett, en väsentligt lägre grad av internfinansiering. Soliditeten är också betydligt lägre. De bankorienterade systemen kännetecknas vidare av nära relationer mellan långivare och låntagare. Långivarens roll uppfattas vidare än vad som är normalt i de marknadsorienterade finansiella systemen. Vi skall senare i detta kapitel närmare diskutera de ekonomiska konsekvenserna av denna koppling långivare-låntagare.

En jämförelse av ägarstrukturen i näringslivet på nationell nivå vid mitten av 1970-talet visar inga tydliga skillnader mellan de två typerna av finansiella system. Den samlade aktiestockens fördelning varierade kraftigt mellan de studerade länderna, med stora andelar för privatpersoner i amerikanskt näringsliv (ca 50 procent) och små i Västtyskland (21 procent). Även för finansiella institutioner var skillnaderna stora. Storbritannien och Japan har höga andelar (39 respektive 48 procent), medan Frankrike och Västtyskland visade väsentligt lägre tal (8 respektive 12 procent). Företagssektorns andel av det samlade aktieinnehavet uppgick normalt till mellan en tiondel (Storbritannien) och två femtedelar (Västtyskland). De bankorienterade länderna hade generellt sätt en högre andel ägande för de icke-finansiella företagen. När vi ser till bankägandets betydelse skiljer de två systemtyperna sig tydligt åt. Detta är, som väntat, ett väsentligt viktigare inslag i de bankorienterade systemen.

Om man ser till fördelningen av börsnoterade aktier blir bilden en annan. Hushållens andel låg 1980 runt en tredjedel i de flesta av de studerade länderna med Förenta staterna (51 procent) och Västtyskland (17 procent) som ytterligheter. Icke-finansiella företag hade även här generellt sett en lägre andel av den börsnoterade aktiestocken i de marknadsorienterade systemen. De finansiella institutionernas andel varierade mellan 15 procent (Västtyskland) och 60 procent (Storbritannien). Sverige och Japan hade ett utbrett ägande av finansiella institutioner, medan detta var mindre betydelsefullt i Frankrike och Förenta staterna.

Förändringsmönstret under de två senaste decennierna är påfallande enhetligt. Hushållsägandet går tillbaka i samtliga länder och de finansiella institutionernas andel ökar. Icke-finansiella företags ägande växer kraftigt i Storbritannien och Västtyskland, men också i de övriga länderna redovisar denna sektor andelsökningar.

Genom att skilja på förskjutningar mellan olika sektorers innehav av finansiella tillgångar (tillgångskomponenten) och förändringar i deras portföljer (portföljkomponenten) kunde vi bättre studera de bakomliggande orsakerna till observerade anpassningar i ägarstrukturen. Brister i statistiken ger dock särskild anledning till försiktighet. Aktieägandets tillbakagång i hushållssektorn förefaller i samtliga länder (utom Sverige) främst kunna tillskrivas portföljkomponenten, likaså den kraftiga uppgången av icke-finansiella företags andelar i Storbritannien och Västtyskland. De finansiella institutionernas ökade innehav kan däremot främst hänföras till tillgångskomponenten.

Hushållens minskande intresse för aktieägande har i många länder tillskrivits förändrade skatteregler och ett ökat utbud av placeringar med lägre risk. Hushållens, relativt andra grupper, sämre möjligheter att sprida risken gör dem känsligare för risknivån. Institutioner har därför vuxit med primär uppgift att å privatpersoners vägnar äga eller förvalta aktier. Företagssektorns ökande andel av den samlade aktiestocken kan till en del förklaras med att denna grupp i allt större utsträckning valt att diversifiera sina tillgångar. Till en del kan ökningen också avspegla ett tilltagande intresse för kontrollorienterat ägande. Några mer definitiva slutsatser kan emellertid inte dras förrän vi närmare studerat ägarstrukturen i enskilda företag.

Jämförelsen av ägande- och kontrollstrukturen i enskilda företag visar på flera intressanta skillnader mellan de två systemtyperna. Graden av kontrollorienterat ägande förefaller, också sedan hänsyn tagits till skillnader i företagsstorlek, väsentligt högre i de bankorienterade systemen. (Ägare i de marknadsorienterade systemen föredrar total inkorporering av ägda bolag framför stora kontrollposter, vilket kan göra statistiken i någon mån vilseledande.) De kontrollerande ägarna i det bankorienterade systemet är i större utsträckning privatpersoner eller institutioner med direkt intresse i det ägda företagets verksamhet. Ytterligare ett kännetecken för dessa system är att mellanhandsägandet är mer utbrett. I synnerhet gäller detta rörelsedrivande företag som intermedierande ägare. Ytterligare ett kännetecken för ägande- och kontrollstrukturen i de bankorienterade finansiella systemen är den större stabiliteten. Kontrollerande aktieinnehav omsätts mera sällan.

Ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå, där företag är knutna till varandra genom ägarband eller där ägare på olika sätt sammankopplats, är vanligare i bankorienterade finansiella system. Studien av finansiella och industriella grupper i Japan pekar på en rad tänkbara orsaker till dessa institutionella arrangemang. Riskdelning och skydd mot presumtiva uppköpare framstår som troliga förklaringar till uppkomsten av de finansi-

ella grupperna i anslutning till de stora affärsbankerna. De industriella grupperna som vuxit upp kring ett antal större företag kan i första hand förklaras av behovet att befästa de vertikala banden i förädlingskedjan. De stora företagen binder upp leverantörer och kunder för att exempelvis möjliggöra gemensamma forsknings- och utvecklingsprojekt och trygga leveranser. Även dessa ägande- och kontrollstrukturer på mellannivå kännetecknas av stabilitet. I Japan är de relativt formaliserade, medan organisationen är lösare i Västtyskland och Sverige.

Resultaten sammanfattas av tabell 9.1 där de hypotetiska sambanden från kapitel 3 ställts mot det empiriska materialet. De uppställda hypoteserna har givetvis inte testats rigoröst i vetenskaplig mening, men vi har ändå resonemangsvis kunnat göra sambanden mer eller mindre troliga. De fyra egenskaperna som definitionsmässigt brukar tillskrivas systemen visade sig inte helt korrekta när de jämfördes med data. Det är banksektorns relativa betydelse som skiljer de två systemen åt, inte företagens tillgång till aktiemarknaden eller hur direkta de finansiella flöden är. (De två senare kriterierna användes bl a i en expertbilaga till kapitalmarknadsutredningen (SOU 1978:12)).

De hypotetiserade effekterna på kapital- och ägarstrukturen stöds i huvudsak av det empiriska materialet. Skillnaderna i interföretagsägandets utbredning kunde inte entydigt beläggas om man såg till näringslivet som helhet. Ägarsamband mellan storföretag är emellertid väsentligt viktigare i de bankorienterade länderna. I synnerhet gäller detta det kontrollorienterade ägandet. Diskussionen har också gjort det troligt att ägandet i dessa länder är mer långsiktigt och ägarrelationen mindre anonym. På samma sätt förefaller också skilda typer av riskdelningsarrangemang vanligare i de bankorienterade systemen.

9.2 Ekonomiska konsekvenser

Den tidigare diskussionen har främst syftat till att visa på sambandet mellan det finansiella systemets uppbyggnad och ägande- och kontrollstrukturen i näringslivet. De två systemen har setts som alternativa lösningar på samma fundamentala samhällsproblem. Vi har dock undvikit att jämföra deras effektivitet. I den mån effektivitetsaspekter lagts på systemen har de i första hand avsett den interna effektiviteten, d v s samspelet mellan de institutionella arrangemangen inom ramen för ett givet system.

TABELL 9.1 FINANSIELLT SYSTEM OCH ÄGANDE - OCH KONTROLLSTRUKTUR I NÄRINGSLIVET - HYPOTETISKA SAMBAND OCH RESULTAT

	Typ av finansiellt system		
	Marknadsorienterade	Bankorienterade	Resultat
Banksektorns tillgångar relativt övriga finansiella institutioner	Liten	Stor	Belagt (tabell 4.5)
Bankernas betydelse för företagens finansiering	Liten	Stor	Belagt (tabell 4.6)
Företagens tillgång till aktiemarknaden	God	Mindre god	Ej belagt (tabell 4.12 a-O)
Karaktär hos de finansiella flödena i ekonomin	Direkta	Indirekta	Ej belagt (tabell 4.12 a-e)
Effekter på kapitalstruktur			
Grad av intern-finansiering	Hög	Låg	Belagt (tabell 4.12 a-e)
Skuldsättnings-grad i företagen	Låg	Hög	Belagt (tabell 4.13)
Effekter på ägarstruktur			
Koncentrationsgrad	Låg	Hög	Belagt (tabell 6.7)
Grad av kontroll-orienterat ägande	Låg (tabell 6.7)	Hög	Belagt
Kort/långfristigt ägande	Kort	Långt	Troligt
Bankers ägande	Mindre utbrett	Mer utbrett	Belagt (tabell 5.7)
Interföretags-ägande	Mindre utbrett	Mer utbrett	Belagt (tabell 5.5-6)
Finansiellt betingade grupper av företag	Mindre vanliga	Vanliga	Troligt
Karaktär hos ägarrelationen	Anonym, standardiserad	Välkänd ostandardiserad	Troligt
Dominerande ägartyp	Placerare	Entreprenör	Troligt
Dominerande riskbärarform	Riskspridning	Riskdelning	Troligt

Genomgången av "performance"-litteraturen i kapitel 8 visade hur svårt det är att jämföra effektiviteten hos skilda ägande- och kontrollstrukturer inom ett system. Att utvidga jämförelsen till att omfatta flera länder och typer av finansiella system framstår som än mer vanskligt. Skillnaderna i resultat mellan de, i stort sett identiska, studier som genomförts i Förenta staterna, Japan, Storbritannien och Västtyskland ger en indikation på svårigheterna att förklara olika länders ekonomiska framgång med egenskaper hos det finansiella systemet och ägande- och kontrollstrukturen i näringslivet.

Denna skepsis till trots skall vi ändå försöka oss på några reflektioner kring ekonomiska egenskaper hos skilda ägande- och kontrollstrukturer. Utgångspunkten är att dessa strukturer inte kan diskuteras oberoende av det omgivande finansiella systemet. Jämförelsen kommer därför i huvudsak att ske på systemnivå d v s mellan de bank- och marknadsorienterade system. Vi är i första hand intresserade av att jämföra systemens relativa effektivitet när det gäller att trygga företagens kapitalförsörjning.Detta är ett snävt perspektiv. Det finansiella systemet spelar i många fall större roll för finansieringen av statliga myndigheters verksamhet och för omfördelning av sparande mellan hushåll. En slutlig bedömning av ett finansiellt system bör ske utifrån ett vidare perspektiv som även omfattar bl a inkomst- och förmögenhetsfördelning samt fördelningen av inflytande över viktiga beslut i samhället.

En första fråga är givetvis hur effektiviteten hos ett finansiellt system och dess ägande- och kontrollstrukturer skall utvärderas. Tobin (1984) identifierar, fyra effektivitetskriterier: kapitalförmedlingseffektivitet, värderingseffektivitet, försäkringseffektivitet samt funktionell effektivitet . Hans diskussion avser i första hand det marknadsorienterade amerikanska systemet, men de fyra kriterierna skall ändå få tjäna som utgångspunkt för en jämförelse av de två typsystemen. Först skall vi emellertid se närmare på de sex studerade ländernas ekonomiska resultat.

Med utgångspunkt i konventionell kapitalmarknadsteori skulle man förvänta sig att finna ett väsentligt effektivare och mer dynamiskt näringsliv i de marknadsorienterade finansiella systemen. Ett rikare utbud av värdepapper och väl fungerande marknader skulle garantera bl a lägre transaktionskostnader, bättre möjligheter till riskspridning och större flexibilitet vid yttre störningar. Hur stämmer då denna bild med verkligheten?

Ett första steg är att se till systemens ekonomiska resultat sådana de framstår i den officiella statistiken. Tabell 1.1 redovisade bl a levnadsstandard och ekonomisk tillväxt i de sex industriländerna under de tre senaste decennierna. Som mått på ländernas ekonomiska resultat är denna sammanställning otillåtet grov. Även om siffrorna vore tillförlitliga och indelningen i finansiella system oantastlig, kan de inte ensamma tas till intäkt för det ena eller andra systemets överlägsenhet.

Det är dock tydligt att denna statistik inte ger stöd åt kapitalmarknadsteorins slutsats. Utvecklingsnivån skiljer inte de två grupperna av länder åt. De bankorienterade systemen uppvisade en starkare tillväxt under den studerade perioden. Särskilt iögonfallande är Japans expansion. Landets starka ekonomiska utveckling har skett med en bibehållen låg arbetslöshet och en, i synnerhet under det senaste decenniet, gynnsam prisutveckling. Det japanska näringslivet har också visat osedvanligt god förmåga att anpassa sig till förändrade konjunkturer och externa störningar.

Det förefaller således svårt att utifrån traditionell kapitalmarknadsteori förklara respektive länders ekonomiska resultat. Frågan är givetvis om de gynnsamma utvecklingen i de bankorienterade systemen skett trots eller tack vare egenskaper hos det finansiella systemet. Japans ekonomi har onekligen förmått generera kapital för att underhålla hög och stabil tillväxt. En studie av Denison och Chung (1976) har sökt bryta ned den japanska tillväxten under efterkrigstiden i dess delkomponenter och jämföra med andra länder. Japan visar höga värden för så gott som alla komponenter, men kapitaltillskott svarar för det i särklass viktigaste enskilda bidraget. De bankorienterade finansiella systemen har generellt under den senaste tjugoårsperioden understött en väsentligt högre tillväxttakt i ekonomin än de marknadsorienterade länderna. (Dessa länders ekonomier drabbades emellertid också hårdast av andra världskriget).

9.2.1 Hur skall systemen utvärderas?

En central fråga är givetvis hur ett finansiellt system skall utvärderas. I kapitel 3 presenterades fyra kriterier identifierade av Tobin (1984). Hans första kriterium är effektivitet i förmedlingen av information. De flesta bedömare är överens om att de marknadsorienterade systemen av amerikansk och brittisk modell är effektiva i detta avseende. Priserna reagerar snabbt när ny information blir tillgänglig. En betydande del av informationen är emellertid av "insider"-karaktär, d v s tillgänglig endast för ett fåtal av aktörerna på marknaden.

Osäkerheten om det marknadsorienterade systemets effektivitet blir större om vi ser till dess förmåga att värdera tillgångar. En rad indicier tyder på att marknaden systematiskt undervärderar företag. Den stora aktiviteten på marknaden för företagsköp i dessa länder är en sådan indikation. De omotiverat stora svängningarna i marknadsvärderingen över tiden är ett annat svårförklarligt faktum. Några forskare har förklarat marknadens undervärdering med att investerarnas värderingsmetoder inte korrekt tar hänsyn till inflationens effekter (Modigliani och Cohn, 1983).

Försäkringseffektiviteten hänger samman med systemets utbud av finansiella instrument. Det är emellertid inte det totala antalet instrument som bestämmer graden av effektivitet, utan i vilken utsträckning dessa förmår skydda investerarna mot olika risker. Det är endast en mycket liten del av alla framtida möjliga händelser som omfattas av instrumenten på marknaden. Det vore

inte heller önskvärt att finna en komplett uppsättning finansiella instrument som täckte in alla dessa händelser. De flesta instrument skulle bli alltför dyra till följd av den begränsade volymen. Tobin hävdar dessutom att åtskilliga av de existerande instrumenten inte tillför något i den bemärkelsen att de omfattar fler möjliga händelser. De syftar bara till att underlätta spekulation.

De marknadsorienterade systemens effektivitet torde ändå, trots bristerna, överträffa sina bankorienterade motsvarigheter i samtliga dessa avseenden. I de bankorienterade systemen sprids den offentligt tillgängliga information sannolikt långsammare och "insider"-problemen är mer omfattande; marknaderna värderar förmodligen tillgångar med sämre precision; och utbudet av finansiella instrument är definitivt mindre. Jämförelser utifrån dessa tre kriterier lider emellertid av den allvarliga brist vi antydde i det inledande kapitlet - de utgår från marknadernas funktionssätt i utvärderingen av systemet i sin helhet.

Tobins fjärde effektivitetskriterium, den funktionella effektiviteten, är inte på samma sätt knutet till de marknadsorienterade systemen. Denna form av effektivitet syftar på systemets förmåga att fullgöra sina grundläggande funktioner att förmedla kapital och omfördela risk. Effektivitet i kapitalförmedlingen kan i sin tur delas upp i transaktionseffektivitet, kapitalöverföringseffektivitet samt allokeringseffektivitet. Den funktionella effektiviteten är starkare kopplad till ekonomins reala sektor, och till entreprenörsrollen, än de övriga typerna av effektivitet. Ett finansiellt system skall inte i första hand bedömas utifrån floran av finansiella instrument och finansiella institutioner utan snarare utifrån dess förmåga att fullgöra sina grundläggande uppgifter, ur vårt perspektiv: att förse näringslivet med kapital.

9.2.2 Ett försök till utvärdering

En jämförelse av bank- och marknadsorienterade system med den funktionella effektiviteten som utgångspunkt kan kasta ytterligare ljus över den synbarliga motsättningen mellan kapitalmarknadsteorins förutsägelser och ländernas ekonomiska utveckling. Intresset koncentreras här främst till de bankorienterade systemen, eftersom de marknadsorienterade systemens egenskaper är väsentligt bättre kända och beskrivna i litteraturen. Vi skall peka på hur de bankorienterade systemen funnit lösningar som i åtminstone någon mån tycks kompensera för bristerna på de finansiella marknaderna. Framställningen blir något skev i sin betoning av konkurssituationer och konflikter mellan skilda kapitalförsörjare. Eftersom det är främst i dessa situationer som bankinflytande manifesteras tenderar framställningen möjligen att överskatta bankernas roll i företagen. Det är emellertid i finansiella kriser och vid genomgripande strategiska förändringar som flera av de mest intressanta skillnaderna mellan systemen framkommer. Fokuseringen till enskilda länders finansiella system gör också att vi försummar den kanske mest iögonfallande tendensen under senare år - den snabba internationalisering-

en av de finansiella system och framväxten av internationella kapitalmarknader. Denna utvecklingen påverkar i hög grad finansieringsmönstret både i bank- och i marknadsorienterade system.

Marknaderna spelar i båda systemen en relativt underordnad roll i företagens kapitalförsörjning. Diskussion av de finansiella flödena i kapitel 4 visade att endast en bråkdel av transaktionerna i värdepapper utgörs av nyemitterade aktier. Av de, i förhållande till den samlade kapitalförsörjningen, blygsamma medel som anskaffas genom nyemissioner är dessutom en stor del avsedda att höja soliditeten snarare än för produktiva investeringar. Nyemissionsvolymen underskattar emellertid marknadernas betydelse för företagens finansiering. Vid sidan om emissioner sker också betydande överföringar mellan företag, antingen direkt eller, vilket är vanligare, via finansiella institutioner. Även sedan hänsyn tagits till dessa flöden svarar dock marknaderna för en mindre del av företagets samlade kapitalbehov.

Ägande- och lånekontraktens utformning, liksom ägarens och långivarens roller i ekonomin, skiljer sig åt mellan de två systemtyperna. Utifrån den tidigare indelningen i fyra roller kan vi göra några preliminära iakttagelser. De bank- och marknadsorienterade systemen uppvisar betydande olikheter ifråga om fördelningen av den finansiella risken mellan långivare och ägare. Lånekontraktet har ofta ett större riskinnehåll i de bankorienterade finansiella systemen. Detta avspeglar sig i en lägre soliditet i företagen i dessa länder.

Låne- och ägandekontrakt är i många fall knutna till varandra, exempelvis genom att banker har aktieinnehav i rörelsedrivande företag. Kopplingen mellan ägande- och lånekontrakt kan vara ekonomiskt rationell, då den vidgar långivarens intresse från ensidig fixering vid tillstånd där företagets förmåga att återbetala sina lån är i fara. Med ett ökat risktagande kan också följa en vidgad roll som även omfattar övervakning och ibland entreprenörsaktiviteter. Risken är givetvis att bankens intresse som långivare kommer i konflikt med dess ägarintresse.

Privatpersoners kontrollorienterade ägande har gått tillbaka i samtliga studerade länder. I Japan har de traditionellt starka ägarfamiljer i det närmaste försvunnit från storföretagssektorn. Detta ägandemönster har ersatts med komplexa nätverk av ömsesidigt ägande inom ramen för de finansiella grupperna. Övervakningsfunktionen har åtminstone till en del övertagits av de stora affärsbankerna. Dessa har kombinerat en omfattande utlåningsverksamhet med aktieinnehav. De är i väsentligt högre grad än exempelvis sina amerikanska motsvarigheter inriktade på att tillgodose företagens behov av kapital. Övriga japanska banker har intagit en mer traditionell långivarroll. Ägarna förhåller sig i allmänhet relativt passiva. De företag som genom de finansiella grupperna äger varandra sänder dock representanter till gemensamma organ för utbyte av information.

Den japanska företagsledningen har som regel en mycket stark ställning i förhållande till övriga intressenter. Den rekryteras praktiskt taget uteslutande internt, och utomstående intressenter

är endast begränsat involverade i produktionsbesluten. Fientliga övertaganden förekommer i princip inte. Bankerna har visserligen kontinuerlig övervakning genom utsända representanter, men de tycks förhålla sig passiva under perioder av relativ stabilitet. I skeden av finansiell kris förskjuts rollfördelningen markant, och huvudbankerna engagerar sig i att finna lösningar på företagets problem. Denna typ av "dubbel" övervakningsstrategi, där en passiv roll avlöses av en aktivare medverkan i krissituationer, är inte unik för Japan. Den förekommer också i andra länder och finns formaliserad i konkursinstitutionen.

Minskningen i privatpersoners kontrollorienterade ägande gäller som framhållits inte bara i Japan utan också i Storbritannien och Förenta staterna med marknadsorienterade finansiella system. I de två sistnämnda länderna är det emellertid främst kontrollobenägna institutioner, exempelvis pensionsstiftelser och ömsesidiga aktiefonder, som ökat sina aktieinnehav. Ägarnas delaktighet i övervaknings- och entreprenörsaktiviteter torde därmed ha minskat. Dessa institutioners blotta storlek gör dock att de mer eller mindre ofrivilligt dras in i företagets strategiska beslut. De saknar ofta både kompetens och incitament att spela en sådan roll.

Det kan utifrån den teori vi tidigare presenterat vara önskvärt att i finansiella kriser låta banker ta det huvudsakliga ansvaret för de strategiska besluten i företaget. De förutsätts i sådana situationer fatta för samhället riktigare beslut än aktieägarna. Ett starkt inflytande i krislägen kan även motivera banker att samla information också under normala förhållanden. Det finns dock en risk att den dominerande banken gynnar sina egna intressen på bekostnad av övriga långivare.

Ofta sammanfaller en hög grad av bankinflytande med en central roll för staten. Bankernas starka ställning har i regel myndigheternas sanktion. Följderna av konkurser bedöms som särskilt allvarliga ur statens perspektiv. Samhället ser sig ofta nödsakat att gripa in när arbetskraft friställs eller enskilda regioner hotas av omfattande nedläggningar. I dessa situationer skiljer sig ofta den företagsekonomiska kalkylen från samhällsekonomiska överväganden. Såväl praktiska som teoretiska erfarenheter visar också att konkursbeslut i allmänhet inte fattas vid, från samhällets utgångspunkt, rätt tidpunkt. Myndigheternas och långivarnas incitament och intressen för olika utfall liknar således varandra. Ofta omfattar de också samma "dubbla" övervakningsstrategi, d v s de förhåller sig passiva under normal drift men engagerar sig i konkurssituationer.

Delegering av övervakningsansvar till en bank eller kontrollerande ägare kan även vara ett sätt att komma till rätta med den anonyma kapitalmarknadens underproduktion av övervakningsstjänster. En bank eller annan långivare kan uppnå skal- och samordningsfördelar i insamlingen av information, eftersom den nödgas söka information också i egenskap av långivare. Bankerna kan dessutom lättare ta betalt för att de spelar denna utvidgade långivarroll. Nakatanis (1985) studie av de japanska finansiella grupperna visade att gruppföretagen betalar högre räntor än de

fristående företagen. Denna premie skulle kunna tolkas som en ersättning till banken för dess övervaknings- och garantitjänster eller för dess insatser i finansiella krissituationer.

En viktig slutsats av denna rapport är att skillnaderna mellan ägare och långivare är mindre i de bankorienterade systemen. Banker och andra långivare tar större risker i företagen. Därmed minskar riskinnehållet i ägandekontraktet. Likheten manifesteras också i ägarnas och långivarnas beteenden. Långivarna fäster i det bankorienterade systemet mindre vikt vid soliditeten i sin bedömning av företagen. De närmar sig därmed ägarna som i första hand intresserar sig för vinstutveckling och värdet av företagets tillgångar. Denna skillnad mellan de två systemtyperna avspeglas också i företagens kapitalstruktur.

Den större likheten mellan ägares, långivares och myndigheters incitamentstrukturer i bankorienterade finansiella system kan förebygga uppkomsten av konflikter bl a vid konkurser. Såväl ägar- som långivarstrukturer är mer koncentrerade i företagen. Kontrollorienterade ägare förekommer ofta samtidigt med en dominerande bank. Denna starka koncentration i "intressentstrukturen" underlättar sannolikt överenskommelser om kraftfulla insatser i krissituationer. Det bankorienterade systemets koncentrerade ägande- och kontrollstruktur skall ställas mot det marknadsorienterade systemets spridda struktur. Det framstår som i det närmaste omöjligt att mobilisera åtskilliga hundra aktieägare och långivare för att få dem att komma överens om åtgärder för att exempelvis undvika en konkurs. I många fall kan man inte ens identifiera ägarna och långivarna. En vanlig lösning är därför att företaget köps upp av ett annat rörelsedrivande företag. Statistiken visar att denna typ av beteende är väsentligt vanligare i marknadsorienterade finansiella system, som Storbritannien och Förenta Staterna, än i de bankorienterade länderna Japan och Västtyskland.

Långivarstrukturen är mer homogen och starkare koncentrerad i de bankorienterade länderna. Dominansen för banklångivare, som regel ledda av en huvudbank, underlättar samordning i krissituationer jämfört med en situation med utspridda obligationsinnehavare. De bankorienterade ländernas långivarstruktur med en låg andel obligationsinnehavare kan öka sannolikheten för att konkursbesluten sker på ett för samhället önskvärt sätt d.v.s när företagets nettovärde underskrider noll. De tongivande banklångivarna och ägarna får då bära en större del av kostnaderna och har mindre incitament att fatta beslut som missgynnar innehavarna av obligationer.

Den mest grundläggande skillnaden mellan de två systemtyperna gäller närheten i relationen mellan företaget och dess intressenter. Den tidigare tecknade bilden av företaget som en uppsättning kontrakt (figur 2.1) implicerar att alla intressenter befinner sig på samma "avstånd" från företaget. (Inom ekonomisk teori talar man om "armlängds avstånd" när kontrakten är resultatet av förhandlingar mellan likvärdiga, oberoende parter.) Diskussionen har emellertid visat att graden av närhet kan variera mellan intressenter inom och mellan finansiella system.

I synnerhet gäller skillnaden i avstånd långivarna, vilka i bankorienterade system ofta befinner sig mycket nära företagen med praktiskt taget obegränsad insyn i deras verksamhet. Företagen föredrar att överlåta privat information till sin huvudbank framför att publicera den offentligt med risk för att den kommer konkurrenter till del. Banken kan sedan fungera som garant gentemot övriga långivare och ägare. Genom att också teckna aktier ger den ytterligare signaler om sitt förtroende för företaget. En rad fall från exempelvis Japan visar att denna roll som yttersta garant har en reell innebörd, och att bankens lojalitet kan sträcka sig mycket långt.

I den teoretiska genomgången i kapitel 2 tolkades denna typ av uppbindning som uttryck för kontraktsparternas ambition att förhindra konflikter i situationer som inte reglerats i ägande- och lånekontrakten. Företaget kan, genom att binda upp sig för längre tidsperioder, trygga sin försörjning med långfristigt kapital. Bankerna och ägarna kan på motsvarande sätt försäkra sig om långsiktighet i relationen och en mindre benägenhet hos företagsledningen att utnyttja oförutsedda händelser för att gagna sina egna intressen. Genom uppbindningen möjliggörs en längre investeringshorisont. Parterna agerar under förutsättning att relationen skall bestå. Avsaknaden av sådana bindningar kan vara en viktig förklaring till den ofta framhållna svagheten hos de marknadsorienterade systemen när det gäller deras förmåga att försörja industrin med långfristigt lånekapital.

Med tiden byggs förtroende upp i relationerna ägare- långivare-företagsledning. En rad av de problem som uppstår i agentteorins enperiodsmodell minskar i betydelse när analysen utsträcks till att omfatta flera perioder. "Förtroende" och "rykte" kommer då att betinga ett ekonomiskt värde därför att de nedbringar agentkostnaderna. Vi har också sett hur aktieinnehav, Japan exempelvis, kan tjäna som bekräftelse på ömsesidigt förtroende i andra affärsmässiga relationer.

Denna diskussion av de två systemtypernas ekonomiska egenskaper tog sin utgångspunkt i bristen på överensstämmelse mellan kapitalmarknadsteorins förutsägelser och det ekonomiska resultatet i de länder vi studerat. De bankorienterade systemen har trots bristfälligt utvecklade marknader klarat sig väl i förhållande till de marknadsorienterade länderna. Genomgången av teorin antydde svagheter hos den senare systemtypen när det gäller finansiella kriser, t.ex konkurser. Utvärderingen har därför koncentrerat intresset till dessa situationer. Vi har pekat på några egenskaper hos de bankorienterade finansiella systemen som kan bidra till att hantera finansiella kriser och ge ägare och långivare incitament att mer effektivt övervaka företagen.

9.3 Effekter av förändringar i systemen

De finansiella marknaderna har under senare år kännetecknats av en dynamisk utveckling . Denna omdaning är i hög grad gemensam för de sex länderna, även om den varit mest uttalad i Storbritannien och Förenta Staterna. Handeln med finansiella instrument

som optioner och futures har expanderat kraftigt. Tidigare icke-överlåtbara tillgångar har blivit föremål för handel på nya marknader. Nya värdepapper och en alltmer internationell handel har påverkat arbetsfördelningen mellan finansiella institutioner samt mellan dessa och icke-finansiella företag. De finansiella institutionerna har diversifierat sina verksamheter. Bl a har gränsen suddats ut mellan traditionell in- och utlåningsbaserad bankverksamhet och "investment banking"-aktiviteter finansierade med provisioner. Den ökade konkurrensen har omvandlat utlåningsverksamheten från en "långivarnas" till en "låntagarnas marknad". Storföretagen går i ökad utsträckning direkt till marknaden. De låter ofta flera banker konkurrera om företagets efterfrågan på banktjänster och utför dessa internt.

Denna utveckling har sannolikt inverkat gynnsamt på de finansiella systemens effektivitet. Nya källor till kapital har öppnats för företagen. Likviditeten har förbättrats och kostsam intermediering eliminerats genom att företag går direkt till marknaden. Kapitalkostnaderna har sänkts och företagens beroende av bankerna minskat. Till utvecklingens avigsidor brukar föras en sänkt soliditet i näringslivet, en koncentration av risktagandet till ett litet antal finansiella institutioner samt en ökad risk för intressekonflikter till följd av den nya rollfördelningen (Mayer, 1987). Statens möjligheter att övervaka kapitalmarknaden anses också ha minskat liksom dess förutsättningar att effektivt kontrollera penningutbudet.

Det är, som tidigare antytts, inte helt självklart att det ökade utbudet av värdepapper förbättrat effektiviteten i alla avseenden. De finansiella marknaderna i Förenta staterna kännetecknas, enligt Tobins tidigare nämnda artikel, av vad som i ekonomisk teori benämns monopolistisk konkurrens. En stor mängd aktörer med i huvudsak identiska produkter konkurrerar med hjälp av intensiv marknadsföring. En inte försumbar risk är att de som agerar på marknaden investerar alltför stora resurser för att sprida och insamla information. Dessutom överförs ett betydande mänskligt kapital från den tillverkande industrin till den finansiella sektorn och från finansiell intermediering till rena mellanhandsaktiviteter. Om inträdet inte är fritt till de verksamheter som förlorar kvalificerad arbetskraft (som är fallet för de flesta högutbildade tjänstemän), kan denna överföring vara förenad med reella kostnader.

Förändringen av de finansiella marknaderna och försvagningen av bankernas ställning kan komma att få långtgående konsekvenser för de bankorienterade systemens funktionssätt. I Japan har oro framförts för att de finansiella grupperna skulle hotas av upplösning till följd av att gruppföretagen i allt högre grad söker sig direkt till marknaden eller till utländska långivare. Liknande tendenser märks också i Västtyskland och Sverige. Arbetsfördelningen mellan de finansiella marknaderna och de intermedierande institutionerna och därmed mellan ägare och långivare kan därvid komma att förskjutas markant. I denna process riskerar de bankorienterade länderna att förlora de institutionella arrangemang som föreföll kunna hantera situationer av finansiell kris och radikala strategiska förändringar.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna kan även förväntas minska graden av kontrollorienterat ägande. Innehav av kontrollposter blir allt dyrare till följd av att alternativkostnaden för utebliven diversifiering stiger. De minskade incitamenten för enskilda ägare (och långivare) att övervaka företagsledningen måste kompenseras av stärkta externa övervakningsmekanismer, exempelvis genom en bättre spridning av information på marknaden. I många av de bankorienterade länderna, i synnerhet Japan, är dessa mekanismer svagt utvecklade.

Även om effektivitetsvinsterna av den beskrivna utvecklingen i de bankorienterade länderna med stor sannolikhet är större än förlusterna kan det finnas anledning för samhället att söka bevara några egenskaper hos det gamla systemet. Ett sådant exempel skulle kunna vara dess förmåga att hantera finansiella kriser. Den genomgripande förändring av konkurslagstiftningen som genomförts i Förenta staterna och Storbritannien under senare år har syftat till att stärka långivarnas ställning och göra dem mer delaktiga i företagets omstrukturering i samband med konkurser. Tidigare har exempelvis endast företagsledningen i Förenta staterna kunnat föreslå rekonstruktionsplaner för företag i finansiell kris. Nu har även långivare denna möjlighet. Dessa reformer kan tolkas som ett försök att förbättra det marknadsorienterade systemet efter lärdom från erfarenheter från länder med bankorienterade system.

9.4 Implikationer för den svenska debatten

En central tes i denna rapport är det starka beroendet mellan en ekonomis totala finansiella system och dess ägande- och kontrollstrukturer. Detta samband har viktiga implikationer för politiska beslutsfattare. Det framhåller på en gång vikten av att göra internationella jämförelser som omfattar flera typer av finansiella system, samtidigt som det manar till försiktighet vid tolkningen av dessa jämförelser. Varje analys av ägande- och kontrollstrukturen i ett land bör ske mot bakgrund av dess finansiella system och dettas specifika egenskaper.

Den tidigare diskussionen har visat på faran att okritiskt överföra erfarenheter mellan länder. Organisatoriska lösningar kan inte utan vidare lyftas ur sitt institutionella sammanhang och appliceras i en annan miljö. Analysen av orsakssambanden måste således söka sig bortom den observerade ägande- och kontrollstrukturen tillbaka till egenskaperna i det finansiella systemet. Den svenska debatten har i hög grad präglats av erfarenheter från de marknadsorienterade systemen i Förenta staterna och Storbritannien utan att dessas relevans för Sverige har diskuterats närmare.

Den starka kopplingen mellan finansiellt system och ägande- och kontrollstrukturen i näringslivet har även andra viktiga implikationer. För att förstå hur kontrollen över de finansiella flödena är organiserad måste man se till företagets hela kapitalstruktur, inte enbart det egna kapitalet. I system där företagen i hög grad täcker sitt behov av kapital genom banklån kommer banker och andra institutioner som förmedlar krediter att

få stort inflytande, och effekterna av imperfektioner på marknader för finansiella instrument att vara mindre väsentliga.

Med dessa lärdomar i minnet skall vi mer direkt diskutera implikationerna för den svenska debatten. Ett första steg är då att karaktärisera det finansiella systemet och beskriva de förändringar som pågår.

9.4.1 Sverige - ett bankorienterat system

Det svenska finansiella systemet och ägande- och kontrollstrukturen i vårt näringsliv har fått en undanskymd plats i rapporten. De fem stora industriländerna har stått i centrum för intresset, och Sverige har i första hand funnits med som en referenspunkt. Vi har avsiktligt undvikit att klassificera Sverige i termer av bank- eller marknadsorienterade system. Den svenska ekonomin är väsentligt mindre än de övriga ekonomier som studerats. Det finansiella systemets storlek är otvetydigt av stor betydelse när det gäller att erbjuda investeraren ett brett utbud av finansiella instrument och institutioner samt möjligheter till riskspridning. Skillnaderna i storlek återspeglas också i ägande- och kontrollstrukturen på nationsnivå. Ett litet land får nästan med nödvändighet högre koncentrationsgrad. Sveriges ekonomi är vidare väsentligt mer beroende av utrikeshandel. De svenska storföretagen är, om än förhållandevis små i absoluta tal, mycket stora i relation till landets ekonomi. Dessa och andra skillnader motiverar särskild försiktighet vid jämförelser mellan Sverige och de övriga länderna.

Den uppmärksamme läsaren har förmodligen redan gjort den iakttagelsen att Sverige enligt de två grundläggande kriterierna - banksektorns andel av de inhemska finansiella tillgångarna och bankkrediternas storlek i relation till företagens övriga skulder - är att betrakta som ett bankorienterat system. Skuldsättningsgraden är också förhållandevis hög i svenska företag. Bedömningen av internfinansieringsgraden är mer osäker. De tre år (1981, 1982 och 1983), för vilka vi har data, är knappast representativa. Också när det gäller ägande- och kontrollstrukturen bär Sverige i huvudsak drag av ett bankorienterat system. Ägarstrukturen i de svenska storföretagen är förhållandevis koncentrerad om än inte i samma grad som i Västtyskland och i Frankrike. Det kontrollorienterade ägandet är utbrett även i storföretagen. Banker är i lag förbjudna att äga aktier i rörelsedrivande företag. De har dock traditionellt haft ett ej försumbart ägarintresse via närstående investmentbolag och stiftelser. Interföretagsägandet är förhållandevis begränsat, men ömsesidiga ägarrelationer mellan företag är vanliga i förhållande till de andra länder som jämförts. Ägarna är som regel välkända och relativt nära knutna till företagen. Ägandet har traditionellt varit långsiktigt.

Sveriges finansiella system framstod således i flera viktiga avseenden, åtminstone gällde detta vid 1980- talets början, som bankorienterat. Graden av bankorientering är ändå väsentligt lägre än i exempelvis Västtyskland och Japan. Kärnan till förståelsen av denna systemtyp ligger som framhållits i banklånets karaktär. Bankens insamling av privat information fordrar

starka bank till det låntagande företaget. Uppbindningen mellan banker och företag leder till att de finansiella marknaderna delas upp i mindre finansiella nätverk där banken spelar en viktig roll. Företagens beroende av banklån ger också banken ett starkare inflytande än i det marknadsorienterade systemet. Bankinflytandet är i hög grad knutet till finansiella krissituationer.

Det finns dock åter igen anledning att framhålla skillnaderna mellan Sverige och de övriga länder som studerats. Landets litenhet och stora internationella beroende begränsar jämförbarheten. Det mest intressanta är kanske inte heller att exakt placera in Sverige längs den starkt förenklade endimensionella skalan bank - marknadsorienterat system. Förmodligen är det viktigare att studera förändringsriktningen och effekterna av den observerade utvecklingen.

9.4.2 Systemskifte - från bank till marknad

Den tidigare beskrivna förändringen av de finansiella systemen gäller i hög grad Sverige. Marknaderna för värdepapper har genomgått en synnerligen dynamisk utveckling under 1980-talet. De flesta initierade bedömare betraktar idag Sverige som åtminstone på god väg mot ett marknadsorienterat system och en minskad betydelse för bankerna i näringslivet (se tabell 9.2). Förändringarna avspeglar sig inte minst i en ökad omsättning av kontrollposter och alltfler maktkamper i börsföretagen. Tendensen är emellertid inte helt entydig. Ägarstrukturen har samtidigt genomgått en markant koncentration. De bankrelaterade investmentbolagen har också stärkt sina positioner i de ägda bolagen, sannolikt inför hotet att de skulle köpas upp av utomstående intressen.

Drivkrafterna bakom den beskrivna utvecklingen har varit föremål för diskussion. Flera bedömare har framhållit enskilda personers roll. En ansenlig överlikviditet i de svenska multinationella företagen och betydande statliga budgetunderskott har ytterligare underblåst utvecklingen. Dessa faktorer har sannolikt haft betydelse för när förändringarna infallit, men de underliggande krafterna är förmodligen i hög grad desamma som i övriga finansiella system.

Övergången från ett bank- till ett marknadsorienterat system innebär genomgripande förändringar av rollfördelningen mellan företagets intressenter. Den har också implikationer för incitamentstrukturen. Brister i ägares och långivares övervakning måste kompenseras med externa övervakningsmekanismer. Lagstiftningen skall också anpassas till systemets förändrade funktionssätt.

Detta systemskifte drivs fram av krafter i hög grad utanför enskilda regeringars kontroll. Den tilltagande internationaliseringen minskar också myndigheternas handlingsutrymme. En snabb teknologisk utveckling har, som vi berört, markant förbättrat de finansiella marknadernas funktionssätt i Sverige och skärpt konkurrensen mellan de finansiella institutionerna. Likviditeten

har förbättrats och nya kapitalkällor har gjorts tillgängliga för företagen.

TABELL 9.2 BANKLÅN I RELATION TILL TOTALA TILLGÅNGAR I SVENSKA ICKE-FINANSIELLA FÖRETAG 1)

	1969	1980	1983	Förändring 1969-1983 (i procent)	Genomsnitt (1983) Bank-orient.2)	Marknads orient.3)
Banklån / Total balans	0,316	0,248	0,242	-23	0,32	0,10
Banklån / Totalskuld	0,441	0,368	0,371	-16	0,41	0,21

Not: 1) Siffrorna för 1980 och 1983 är direkt jämförbara, medan det inte är möjligt att särskilja kort- och långfristiga tillgångar eller skulder i uppgifterna för 1969.
2) Frankrike och Japan
3) Förenta staterna och Storbritannien

Källor: OECD Financial Statistics 1971 och 1985 (Part 3)

Ändå kan det finnas anledning att fråga sig om det finns egenskaper hos det tidigare systemet värda att bevara och i så fall hur detta skall gå till.

Det finns en risk att Sverige är på väg att förlora en viktig konkurrensfördel - sin litenhet. Den svenska kapitalmarknaden kommer aldrig att kunna erbjuda samma breda utbud av finansiella instrument och finansiella institutioner som exempelvis Förenta staterna och Storbritannien. Den nära personkännedomen och det förtroende som finns uppbyggt i ekonomiska relationer kan dock uppväga denna nackdel. Övergången från ett bank- mot ett marknadsorienterat system har sammanfallit i tiden med påtagliga upplösningstendenser inom de bankkontrollerade ägarsfärerna. Den ökade förändringstakten har sannolikt i långa stycken varit nyttig, men den kan också vara förenad med kostnader. De gamla nätverken kring bankerna har till vissa delar slitits sönder utan att ersättas av nya.

Systemskiftet kan vidare få konsekvenser för företagens tillgång på långfristigt kapital. Det är en utbredd uppfattning bland personer med god kännedom om den amerikanska kapitalmarknaden att denna i alltför hög grad ser till kortsiktiga överväganden. Argumentationen för denna ståndpunkt har i många fall präglats av en bristande teoretisk underbyggnad och en starkt förenklad syn

på det finansiella systemets funktionssätt. Diskussionen i kapitlen 2 och 3 har emellertid presenterat en möjlig förklaring till denna iakttagelse från praktiker. De två systemtyperna skulle, enligt detta resonemang, skilja sig med avseende på de ekonomiska aktörernas tidshorisont. Det i de bankorienterade systemen dominerande kontrollorienterade ägandet är nästan med nödvändighet mer långsiktigt till sin karaktär. Entreprenörägaren behöver tid för att genomdriva sina idéer i företaget och önskar dessutom ersättning för de investeringar han gör i informationsinsamling. I någon mån "tvingas" han till en längre tidshorisont på grund av att marknaden tenderar att värdera hans insatser konservativt innan resultaten visat sig.

Olika former av uppbindningar mellan långivare och låntagare har också, som diskuterats ovan, konsekvenser för tidshorisonten. Parterna knyter band som förutsätts gälla bortom den formella sluttidpunkten för kontrakten. På detta sätt söker de gardera sig mot att motparten utnyttjar oförutsedda händelser för egen vinning. En ökad marknadsorientering i det finansiella systemet kan således påverka tidshorisonten genom att de gamla nätverken faller sönder utan att ersättas av nya.

Om det marknadsorienterade systemet verkligen är sämre på att tillgodose företagens behov av långfristigt kapital, kan detta få särskilt allvarliga konsekvenser för en liten ekonomi med mycket stora företag. På en mindre kapitalmarknad är enskilda risker i många fall av en sådan omfattning att inhemska privatpersoner eller finansiella institutioner inte ensamma kan bära dem. En ökad marknadsorientering i systemet hotar att slå sönder de institutionella arrangemang som vuxit fram för att hantera dessa risker. En ytterligare försvagning av systemets förmåga att generera långfristigt kapital med stort riskinnehåll kan därför vara särskilt ogynnsam för en liten ekonomi som den svenska. Den inhemska kapitalmarknadens begränsningar kan dock kompenseras av en bättre tillgång till internationell finansiering.

Det bankorienterade systemet med uppbindningar mellan långivare och företag har inte bara visat sig ha gynnsamma egenskaper när det gällt att främja företagens försörjning med långfristigt kapital. Det har också demonstrerat en god förmåga att hantera finansiella krissituationer.

Den tidigare diskussionen har pekat på problemet att i de marknadsorienterade systemen erbjuda tillräckliga incitament för övervakning. Särskilt allvarligt blir detta problem för ett system som befinner sig mittemellan de två huvudtyperna. Vem fyller det vakuum som uppstår efter det att de kontrollorienterade ägarna och innan de externa marknaderna erbjuder tillfredsställande övervakning? Är det just i dessa mellanlägen som företagsledningarna ges möjlighet att utveckla arrangemang för att skydda sig mot övriga intressenters inblandning?

Underförstått i denna diskussion har vi antagit att det är möjligt för ett land att välja finansiellt system. Mycket talar dock för att handlingsutrymmet är starkt begränsat. Systemet består av ett stort antal, synnerligen självständiga aktörer,

ofta med liten förståelse för myndigheternas inblandning i verksamheten. Näringslivet tilltagande internationalisering, i synnerhet när det gäller de finansiella flödena, främjar homogenisering mellan länder. Möjligheterna för ett enskilt land, inte minst ett litet land som Sverige, att finna egna systemlösningar måste därför bedömas som små. Även om det vore möjligt: Vilken myndighet eller institution har ansvaret för utformningen av ett lands finansiella system?

BILAGA TILL KAPITEL 4

TABELL 4.12 a NETTOFLÖDEN AV KAPITAL TILL DE ICKE-FINANSIELLA FÖRETAGEN I FRANKRIKE, 1972-83 (procentuell fördelning)

	Eget kapital	Obligationer	Lån	Internt genererade medel
1972	- 6.8 (25.4)	32.2	7.3	67.3
1973	- 3.1 (16.9)	20.0	14.1	70.0
1974	- 2.1 (8.4)	10.5	45.6	46.1
1975	- 6.4 (33.6)	40.0	- 6.1	72.7
1976	-10.3 (14.6)	24.9	19.7	65.7
1977	- 9.6 (15.7)	25.3	20.2	64.0
1978	-16.2 (1.9)	18.1	14.7	83.5
1979	- 2.2 (6.8)	9.0	21.9	71.3
1980	- 7.7 (4.8)	12.5	46.8	48.4
1981	- 8.3 (27.1)	35.4	24.4	48.5
1982	- 5.3 (25.4)	30.7	35.2	39.5
1983	-12.7 (30.9)	43.6	-12.5	81.5

Noter: 1. Eget kapital netto beräknas genom att ökningar i "portfolio and trade investments" dras från nyemissioner. Siffrorna inom parentes anger nettobidraget från värdepappersmarknaderna.

2. 1972 och 1973 är ej direkt jämförbara med perioden 1974-1983.

3. Omfattar industri- och handelsföretag.

Källa: OECD Financial Statistics 1985, Part 3.

TABELL 4.12 b NETTOFLÖDEN AV KAPITAL TILL DE ICKE-FINANSIELLA FÖRETAGEN I FÖRENTA STATERNA, 1970-83 (procentuell förändring)

	Eget kapital	Obligationer	Lån	Internt genererade medel
1970	0.5	25.1	0.1	74.3
1971	5.8	23.5	- 9.1	79.9
1972	6.2	15.6	- 6.5	84.6
1973	0.5	11.1	11.1	77.4
1974	0	16.8	22.5	60.7
1975	- 1.2	23.3	-18.3	96.3
1976	2.1	17.6	- 4.3	84.6
1977	- 2.7	17.8	- 0.05	84.9
1978	- 3.5	15.2	10.9	77.4
1979	-10.1 (-10.1)	13.4 (11.6)	11.9 (12.9)	84.8 (85.5)
1980	3.3 (3.3)	17.0 (15.6)	1.0 (2.5)	78.6 (78.6)
1981	0.2 (0.2)	11.2 (11.6)	13.5 (13.5)	75.0 (74.7)
1982	7.0 (6.6)	11.5 (10.8)	1.5 (1.4)	80.0 (81.2)
1983	10.2 (8.3)	7.3 (6.7)	-10.0 (-7.4)	92.4 (92.4)

Not: Inom parentes alternativa beräkningar gjorda av Corbett & Mayer, 1987, op cit.

Källa: OECD Financial Statistics 1985, part 3.

TABELL 4.12 c NETTOFLÖDEN AV KAPITAL TILL DE ICKE-FINANSIELLA FÖRETAGEN I JAPAN, 1976-83 (procentuell fördelning)

	Eget kapital 2)		Obligationer		Lån		Internt genererade medel	
1976		8.1			35.7		56.2	
1977		7.3			8.7		84.2	
1978		12.4			33.6		54.0	
1979	(4.0)	5.9	(-2.5)		37.6	(42.0)	56.5	(56.5)
1980	(5.5)	5.6	(-6.1)		36.4	(42.6)	58.0	(58.0)
1981	(6.0)	10.1	(-4.4)		27.8	(36.3)	62.1	(62.1)
1982	(4.7)	2.3	(-6.1)		34.2	(37.9)	63.5	(63.5)
1983	(7.6)	16.8	(0.5)		6.2	(14.9)	77.0	(77.0)

Noter: 1. Siffrorna inom parentes baseras på Corbett & Mayer 1987.

2. Siffror för "Increase in holdings of Shares" är inte tillgängliga varför eget kapital netto fås genom att dra "Increase in longterm claims" från "Issues of shares and bonds".

Källor: OECD Financial Statistics 1985, part 3.
Corbett & Mayer, 1987, op cit.

TABELL 4.12 d NETTOFLÖDEN AV KAPITAL TILL DE ICKE-FINANSIELLA FÖRETAGEN I STORBRITANNIEN, 1977-83 (procentuell förändring)

	Eget kapital		Obligationer		Lån		Internt genererade medel	
1977	3.0		3.8		20.3		72.9	
1978	- 0.05		8.4		10.8		80.9	
1979	- 3.3	(-3.6)	- 3.2	(-12.4)	30.5	(33.2)	75.9	(82.7)
1980	- 1.6	(-1.7)	- 5.7	(-15.5)	30.5	(33.3)	76.8	(83.9)
1981	3.9	(4.2)	6.7	(1.6)	19.9	(20.9)	69.5	(73.3)
1982	- 1.2	(-1.2)	- 9.2	(-16.5)	46.5	(49.6)	63.8	(68.1)
1983	9.7	(9.7)	-19.3	(-17.8)	10.7	(10.8)	98.8	(97.3)

Källor: OECD Financial Statistics 1985, part 3.
Corbett & Mayer, 1987, op cit.

TABELL 4.12 e NETTOFLÖDEN AV KAPITAL TILL DE ICKE-FINANSIELLA FÖRETAGEN I SVERIGE, 1981-83 (procentuell förändring)

	Eget kapital	Obligationer	Lån	Internt genererade medel
1981	- 6.2	11.0	21.9	73.3
1982	- 6.0	6.8	-18.0	116.6
1983	- 1.5	11.5	- 6.2	96.1

Källa: OECD Financial Statistics 1985, part 3.

BILAGA TILL KAPITEL 5

TABELL 5.12 TOTALA FINANSIELLA TILLGÅNGAR FÖRDELADE PÅ SEKTORER I SVERIGE - EN JÄMFÖRELSE AV TVÅ DATAMATERIAL (1)
(andelar i procent)

		Hushåll	Icke-finansiella företag	Staten	Finansiella institutioner	Utlandet
		%	%	%	%	
1970	SCB	24,9	14,2	17,6 (8,8)	40,3 49,1	2,9
	OECD	27,8	12,5	17,5 (0,4	40,6 (57,6)	1,6
1975	SCB	21,5	15,8	18,3 (9,1)	40,1 (49,2)	4,4 -
	OECD	-	-	-	-	-
1980	SCB	17,7	16,8	17,4 (8,7)	41,0 (49,7)	7,2
	OECD	17,9	16,9	18,3 (13,3)	42,0 (47,0)	4,8
1984	SCB	16,3 (-35)	17,7 (+25)	14,1 (-20) (7,1)	41,1 (+2) (48,2)	10,7 (+269)
	OECD	15,5 (-44)	19,2 (+54)	16,0 (-9) (13,0)	43,8 (+8) (46,8)	5,5 (+244)
Förändring 1970-1974 (i procent)	SCB	-35	+25	-20	+2	+269
	OECD	-44	+54	-9	+8	+244

(1) Efter det att socialförsäkringssektorn förts till finansiella institutioner såsom Goldsmith (1986) gjort i sitt material.

Källor: Statistiska meddelanden
OECD Capital Account 1970-1982 samt 1972-1984

BILAGA TILL KAPITEL 6

TABELL 6.1 ÄGARSTRUKTUREN I DE TIO STÖRSTA FRANSKA FÖRETAGEN 1985
(efter antal sysselsatta)

1. Elf-Aquitaine. Statligt.
2. Renault. Statligt - nationaliserades efter Andra världskriget.
3. Peugeot. Privatägt Peugeot-familjen har 35 procent av aktiekapitalet.
4. Compagnie Generale d´Electricite (CGE). Statligt - nationaliserades 1982.
5. Saint-Gobain. Statligt - nationaliserades 1982 (tidigare var Suez-gruppen stor ägare med ca 20 procent av aktiekapitalet).
6. Thomson. Statligt - nationaliserades 1982.
7. Rhône-Poulenc. Statligt - nationaliserades 1982 (tidigare dominerat av en familjeägare - Gillet med ca 7 procent och andra storföretag).
8. Sacilor. Statligt.
9. Charbonnages de France. Statligt.
10. Pechiney. Statligt.

Källor: Fortune Magazine, 1 augusti, 1986
Hägg, Ingemund, "Ägande och kontroll i franskt näringsliv", opublicerad rapport för kommitten för ägande och inflytande i svenskt näringsliv.

TABELL 6.2 ÄGARSTRUKTUREN I DE TIO STÖRSTA AMERIKANSKA FÖRETAGEN
(efter omsättning; omfattar alla ägare med mer än en procent av aktiekapitalet)

1. General Motors	
National Detroit Corp	13.5
Dupont-familjen	7.0
TIAA-CREF	1.5
Morgan (JP) & Co	1.3
Prudential Insurance Co of Am	1.2
2. Ford Motor	
Ford-familjen	40.4
Manufacture National Corp	17.5
Capital Group Inc	1.9
Batterymarch Financial Mngt Corp	1.5
TIAA-CREF	1.1
3. IBM	
Morgan (JP) & Co Inc	2.4
Manufacturers Hanover Corp	1.6
4. General Electric	
General Electric Co	4.1
Ecales-familjen	1.5
TIAA-CREF	1.3
Morgan (JP) & Co	1.0
5. ITT	
Dupont Family	3.6
Bankers Trust New York Corp	3.5
Batterymarch Financial Mngt Corp	2.4
TIAA-CREF	2.1
California Public Emps & Teachers Retir Sys	1.8
Delaware Management Co	1.6
Rowe Price (T) & Associates	1.6
First Chicago Corp	1.5
Wells Fargo & Co	1.5
Chase Manhattan Corp	1.4
Eason-familjen	1.3
Genster Ltd	1.1
FMR Corp	1.1
6. United Technologies	
Morgan JP & Co	2.6
Manufacturers Hanover	1.6
Bankers Trust New York	1.3
Equitable Life Assur Soc of US	1.3
Marsh & Mclennan Cos Inc	1.3

TABELL 6.3a ÄGARSTRUKTUREN I DE TIO STÖRSTA JAPANSKA FÖRETAGEN
(efter omsättning; omfattar samtliga ägare med mer än en procent av aktiekapitalet alt de 20 största ägarna)

1. Toyota Motor	
Sanwa Bank	5.0
Tokai Bank	5.0
Mitsui Bank	5.0
Toyoda Automatic Loom	4.3
Nippon Life Ins	3.7
Long. Term Credit Bank	3.2
Taisho M&F Ins	2.5
Daiwa Bank	2.4
Dai-ichi Mutual Life Ins	2.3
Mitsui Mutual Life Ins	2.1
2. Matsushita Electric Industrial	
Sumitomo Bank	4.7
Sumitomo Life Ins	4.5
Nippon Life Ins	4.1
Matsushita Kosan	4.1
Moxley & Co	2.9
Konosuke Matsushita	2.8
Kyowa Bank	2.1
3. Hitachi	
Nippon Life Ins	3.9
Dai-ichi Mutual Life Ins	2.8
Industrial Bank of Japan	2.6
Sanwa Bank	2.4
Meiji Mutual Life Ins	2.4
Nats Cumco	2.4
Swiss Credit Bank Zurich	2.4
4. Nissan Motor	
Industrial Bank of Japan	6.1
Dai-ichi Mutual Life Ins	5.4
Swiss Credut Bank Zurich	5.3
Fuji Bank	4.8
Nippon Life Ins	4.2
Sumitomo Bank	3.0
Kyowa Bank	2.7
Yasuda Trust & Banking	2.5
Nissan F&M Ins	2.3
5. Mitsubishi Heavy Industries	
Mitsubishi Bank	4.8
Meiji Mutual Life Ins	4.0
Tokio M&F Ins	2.8
Nippon Life Ins	2.6
Mitsubishi Trust & Banking	2.3
Mitsubishi Corp	2.2
Taiyo Mutual Life Ins	1.7

6. Toshiba		
	Dai-ichi Mutual Life Ins	4.8
	General Electric	4.2
	Nippon Life Ins	3.9
	Mitsui Bank	3.5
	Mitsui Mutual Life Ins	2.3
	Nippon F&M Ins	2.2
	Long-Term Credit Bank	1.9
	Mitsui Trust & Banking	1.7
7. Nippon Oil		
	Mitsui Bank	3.6
	Dai-ichi Kangyo Bank	3.6
	Fuji Bank	3.6
	Mitsui Mutual Life Ins	1.9
	Mitsui Trust & Banking	1.8
	Asahi Mutual Life Ins	1.6
	Yasuda Mutual Life Ins	1.5
8. Nippon Steel		
	Industrial Bank of Japan	3.2
	Nippon Life Ins	3.0
	Meiji Mutual Life Ins	2.0
	Dai-ichi Mutual Life Ins	1.8
	Fuji Bank	1.8
	Sumitomo Bank	1.7
	Sanwa Bank	1.6
	Tokio M&F Ins	1.6
	Dai-ichi Kangyo Bank	1.6
	Sumitomo Life Ins	1.5
9. Honda Motor		
	Moxley & Co	5.0
	Mitsubishi Bank	4.3
	Tokio M&F Ins	3.8
	Mitsubishi Trust & Banking	3.5
	Honda Kosan	3.4
	Tokai Bank	2.8
	Bank of Tokyo	2.7
	Industrial Bank of Japan	2.5
	Meiji Mutual Life of Ins	2.5
10. Idemitsu Kosan		
11. NEC		
	Sumitomo Life Ins	7.1
	Sumitomo Bank	5.1
	Sumitomo M&F Ins	2.9
	Nippon Life Ins	2.9
	Dai-ichi Mutual Life Ins	2.8
	Sumitomo Electric	2.5

Källa: Fortune Magazine, 1984
Japan Company Handbook 1986

TABELL 6.3 B ÄGARSTRUKTUREN I DE TIO STÖRSTA JAPANSKA FÖRETAGEN
(efter omsättning; omfattar alla ägare med mer än en procent av aktiekapitalet; ägarna grupperade efter andel)

1. Toyota			
	(1) Mitsui Group	13.9	
	varav		
	Mitsui Bank		5.0
	Toyota Automatic Loom		4.3
	Taisho M&F Ins		2.5
	Mitsui Mutual Life Ins		2.1
	(2) Sanwa Group	8.7	
	varav		
	Sanwa Bank		5.0
	Nippon Life Ins		3.7
	(3) Tokai Bank	5.0	
	(4) Long Term Credit Bank	3.2	
	(5) Daiwa Bank	2.4	
	(6) Dai-ichi Mutual Life Ins	2.3	
2. Matsushita Electric Industrial			
	(1) Sumitomo Group	11.1	
	varav		
	Sumitomo Bank		4.7
	Sumitomo Life Ins.		4.5
	Sumitomo M&F Ins.		1.9
	(2) Sanwa Group		
	Nippon Life Ins.	4.1	
	(3) Matsushita Kosan	4.1	
	(4) Moxley & Co	2.9	
	(5) Konosuke Matsushita	2.8	
	(7) Mitsubishi Group		
	Tokyo M&F Ins.	1.5	
	(8) Swiss Credit Bank Zurich	1.3	

3. Hitachi

(1)	Sanwa Group	7.3
	varav	
	Nippon Life Ins	3.9
	Sanwa Bank	2.4
	Tokyo Trust & Banking	1.0
(2)	Ikkan Group	3.2
	varav	
	Dai-ichi Kangyo Bank	2.2
	Asahi Mutual Life Ins.	1.0
(3)	Dai-ichi Mutual Life Ins.	2.8
(4)	Industrial Bank of Japan	2.6
(5)	Mitsubishi Group	
	Meiji Mutual Life Ins.	2.4
(6)	Nats Cumco	2.4
(7)	Swiss Credit Bank Zurich	2.4
(8)	Fuyo Group	
	Fuji Bank	2.2
(9)	Anställdas	2.1
(10)	(Shikobumu?)	1.6
(11)	Sumitomo Group	
	Sumitomo Life Ins.	1.5
(12)	Chase Manhattan	1.3
(13)	Taiyo Mutual Life Ins.	1.1

4. Nissan

(1)	Fuyo Group	14.1
	varav	
	Fuji Bank	4.8
	Yasuda Trust & Banking	2.5
	Yasuda F&M Ins.	2.2
	Yasuda Mutual Life Ins.	1.9
	Nichido F&M Ins	1.4
	Marubeni	1.3
(2)	Industrial Bank of Japan	6.1
(3)	Dai-ichi Mutual Life Ins.	5.4
(4)	Swiss Credit Bank Zurich	5.3

(5) Sumitomo Group	4.7	
varav		
Sumitomo Bank		3.0
Sumitomo Mutual Life Ins.		1.7
(6) Sanwa Group		
Nippon Life Ins.	4.2	
(7) Mitsubishi group	4.1	
varav		
Tokyo F&M Ins.		2.2
Meiji Mutual Life Ins.		1.9
(8) Ikkan Group	3.4	
varav		
Nissan F&M Ins.		2.3
Asahi Mutual Life Ins.		1.1
(9) Kyowa Bank	2.7	
(10) Nissan Lands & Buildings	2.0	
(11) Bank of Tokyo	1.6	
(12) Nissan Life Ins.	1.4	

5. Mitsubishi Heavy Industries

(1) Mitsubishi Group	17.3	
varav		
Mitsubishi Bank		4.8
Meiji Mutual Life Ins.		4.0
Tokyo M&F Ins.		2.8
Mitsubishi Trust & Banking		2.3
Mitsubishi Corp		2.2
Mitsubishi Electric Corp.		1.2
(2) Sanwa Group		
Nippon Life Ins.	2.7	
(3) Taiyo Mutual Life Ins.	1.7	
(4) Mitsubishi Heavy Industries aktieägareförening	1.5	
(5) Sumitomo Group		
Sumitomo Life Ins.	1.5	
(6) Industrial Bank of Japan	1.4	
(7) Long Term Credit Bank	1.2	
(8) Dai-ichi Mutual Life Ins.	1.1	

6. Toshiba

(1)	Mitsui Group	9.1	
	varav		
	Mitsui Bank		3.5
	Mitsui Mutual Life Ins.		2.3
	Mitsui Trust & Banking		1.7
	Taisho M&F Ins.		1.6
(2)	Dai-ichi Mutual Life Ins.	4.8	
(3)	General Electric	4.2	
(4)	Sanwa Group		
	Nippon Life Ins.	3.9	
(5)	Nippon F&M Ins.	2.2	
	(Nära relaterat till Sanwa Bank)		
(6)	Long term Credit Bank	1.9	
(7)	Tokai Bank	1.7	
(8)	Anställdas aktiefond		1.6
(9)	Kyowa Bank	1.5	
(10)	Sumitomo Group		
	Sumitomo Life Ins.	1.4	
(11)	Industrial Bank of Japan	1.1	

7. Nippon Oil

(1)	Mitsui Group	8.7	
	varav		
	Mutsui Bank		3.6
	Mutsui Mutual Life Ins.		1.9
	Mutsui Trust & Banking		1.8
	Taisho M&F Ins.		1.4
(2)	Fuyo Group	8.1	
	varav		
	Fuji Bank		3.6
	Yasuda Mutual Life Ins.		1.5
	Yasuda Trust & Banking		1.5
	Yasuda F&M Ins.		1.5
(3)	Ikkan Group	5.2	
	varav		
	Dai-ichi Kangyo bank		3.6
	Asahi Mutual Life Ins.		1.6
(4)	Sanwa Group		
	Nippon F&M Ins.	1.5	

(5) Mitsubishi Group		
Tokyo M&F Ins.	1.4	
(6) Nomura Securities Co.	1.2	
(7) Sumitomo Group		
Sumitomo Life Ins.	1.2	

8. Nippon Steel

(1) Sanwa Group	4.6	
varav		
Nippon Life Ins		3.0
Sanwa Bank		1.6
(2) Mitsubishi Group	3.6	
varav		
Meiji Mutual Life Ins		2.0
Tokyo M&F Ins.		1.6
(3) Industrial Bank of Japan	3.2	
(4) Sumitomo Group	3.2	
varav		
Sumitomo Bank		1.7
Sumitomo Life Ins.		1.5
(5) Dai-ichi Mutual Life Ins.	1.8	
(6) Fuyo Group		
Fuji Bank	1.8	
(7) Ikkan Group		
Dai-ichi Kangyo Bank	1.6	

9. Honda

(1) Mitsubishi Group	14.1	
varav		
Mitsubishi Bank		4.3
Tokyo M&F Ins.		3.8
Mitsubishi Trust & Banking		3.5
Meiji Mutual Life Ins.		2.5
(2) Moxley & Co.	5.0	
(3) Honda Kosan	3.4	
(4) Sanwa Group	3.1	
varav		
Sanwa Bank		2.0
Nippon Life Ins.		1.1
(5) Tokai Bank	2.8	

(6)	Bank of Tokyo	2.7
(7)	Industrial Bank of Japan	2.5
(8)	Fuyo Group Yasuda M&F Ins.	2.3
(9)	Saitama Bank	2.1
(10)	Nippon Credit Bank	1.8
(11)	Chase Manhattan	1.6
(12)	Taiyo Kobe Bank	1.3
(13)	Nippon Steel	1.2
(14)	Mitsui Group Taisho M&F Ins.	1.1

10. Idemitsu Kosan

11. NEC

(1)	Sumitomo Group	24.5	
	varav		
	Sumitomo Life Ins.		7.1
	Sumitomo Bank		5.1
	Sumitomo M&F Ins.		2.9
	Sumitomo Electric		2.5
	Sumitomo Trust & Banking		2.4
	Sumitomo Corp. (Shoji)		2.3
	Sumitomo Metal Mining Co		1.2
	Sumitomo Trust Tokyo		1.1
(2)	Sanwa Group Nippon Life Ins.	2.9	
(3)	Dai-ichi Mutual Life Ins.	2.8	
(4)	Chase Manhattan	1.5	
(5)	Industrial Bank of Japan	1.4	
(6)	Mitsubishi Group Mitsubishi Trust & Banking	1.3	
(7)	Daiwa Securities (Closely related with Sumitomo Group)	1.2	

Not: (1) omfattar ägare med mer än en av aktiekapitalet alt. de 20 största ägarna.

Källa: Japan Company Handbook 1986

TABELL 6.4 ÄGARSTRUKTUREN I DE TIO STÖRSTA SVENSKA INDUSTRIFÖRETAGEN 1985
(efter omsättning; procent av röstvärdet)

1. Electrolux			
(1)	Asea	48,9%	(11,8)
(2)	Wallenberg-sfären	45,8	(5,4)
	varav		
	Investor	33,4	(3,3)
	Providentia	7,6	(0,6)
	Wallenberg-fonder	4,7	(0,2)
2. Ericsson			
(1)	SHB-sfären	30,4	(3,9)
	varav		
	Industrivärden	19,7	(2,8)
	SHB:s pensionsstiftelse	5,0	(0,5)
	SHB:s pensionskassa	3,6	(0,4)
	Oktogonen	1,9	(0,2)
(2)	Wallenberg-sfären	23,2	(2,4)
	varav		
	Providentia	11,8	(1,2)
	Investor	10,5	(1,1)
(3)	Fjärde AP-Fonden	8,6	(2,4)
(4)	SEB-sfären	5,8	(0,6)
	varav		
	Ensk Bankens pensionsstiftelse	3,6	(0,4)
	Skand Bankens pensionsstiftelse	1,7	(0,2)
(5)	SPP	2,3	(4,8)
(6)	Skandia	1,3	(1,8)
(7)	Kammarkollegiet	1.1	(0,2)
3. Volvo			
(1)	SHB-sfären	10,8	(4,9)
	varav		
	SHB:s pensions-stiftelse	4,6	(1,8)
	Industrivärden	2,5	(1,4)
	SHB:s aktiefonder	1,6	(0,7)

(2)	Skanska	9,1	(3,8)
	varav		
	Protorp	4,3	(1,7)
	Custos	3,3	(1,3)
	Säfveån	1,4	(0,6)
(3)	Fjärde AP-Fonden	6,0	(3,2)
(4)	Volvo-sfären	5,8	(2,9)
	varav		
	Cardo	4,5	(1,8)
(5)	SE B-sfären	5,4	(2,1)
	varav		
	Skand Bankens pensionsstiftelse	4,3	(1,7)
	Ensk Bankens pensionsstiftelse	1,2	(0,5)
(6)	Skandia	4,4	(3,8)
(7)	Soc de Banque	3,8	(1,7)
(8)	Douglas	2,6	(2,9)
	varav		
	Boliden	2,5	(2,3)

4. Asea

(1)	Wallenberg	11,4	(9,8)
	varav		
	Investor	6,3	(5,4)
	Providentia	3,5	(3,0)
	Export Invest	1,5	(1,3)
(2)	SPP	4,8	(4,1)
(3)	Fjärde AP-Fonden	4,5	(3,9)
(4)	Skandia	4,3	(3,7)
(5)	Sparbankernas Aktiefonder	3,8	(3,4)
(6)	SEB-sfären	3,4	(2,9)
	varav		
	Ensk Bankens pensionsstiftelse	1,7	(1,4)
	Skand Bankens pensionsstiftelse	1,6	(1,4)
(7)	Ratos	1,6	(1,4)
(8)	PK Bankens aktiefonder	1,5	(1,4)
(9)	SHB-sfären	1,5	(1,3)

(10)	Skanska		
	Custos	1,5	(1,3)
(11)	Volvo-sfären	1,3	(1,2)
(12)	Asea:s aktiesparfond	1,3	(1,2)
(13)	Westerberg F dödsbo	1,2	(1,1)
(14)	Trygg-Hansa	1.0	(0,8)

5. Saab-Scania

(1)	Wallenbergsfären	17,7		
	varav			
	Wallenberg-fonder		9,2	
	Investor		3,5	
	Providentia		2,6	
	Export Invest		2,4	
(2)	Sila	7,5		
(3)	Skandia	5,0		
(4)	Trygg-Hansa	4,1		
(5)	SPP	3,9		
(6)	Sparbankernas aktiefonder	3,4		
(7)	Aktiv Placering	3,3		
(8)	Skanka-sfären			
	Custos	3,2		
(9)	Fjärde AP-Fonden	2,3		
(10)	Folksam	1,3		
(11)	Volvo-sfären	1,3		
(12)	SEB-sfären			
	Skand Bankens pensionsstiftelse	1,2		
(13)	Saab-Scanias fond	1,1		
(14)	SHB-sfären	1,0		

6. SKF

(1)	Skanska-sfären	29,0		(16,5)
	varav			
	Skanska		25,2	(13,2)
	Custos		3,8	(3,3)

(2) Wallenberg-sfären	23,7		(11,9)
varav			
Investor		11,3	(5,1)
Providentia		10,5	(5,1)
Wallenberg-fonder		1,1	(0,6)
(3) Penser-sfären	4,4		(2,0)
varav			
Asken		4,2	(1,9)
(4) Aktiv Placering	3,8		(2,8)
(5) SHB-sfären	2,7		(2,0)
varav			
SHB:s aktiefonder		1,7	(1,0)
Industrivärden		1.0	(1,0)
(6) Skandia	2,1		(3,2)
(7) SE B-sfären	1,7		(0,8)
varav			
Skand Bankens pensionsstiftelse		1,6	(0,8)
7. Procordia			
Government	100,0		
8. Swedish Match			
(1) Wallenberg-sfären	45,9		(18,8)
varav			
Investor		32,1	(6,2)
Providentia		12,7	(12,4)
Sthlm Saltsjön Fast AB		1,0	(0,2)
(2) Skanska-sfären			
Custos	33,2		(8,5)
(3) SE B-sfären			
Skand Bankens pensionsstiftelse		5,0	(0,9)
(4) Swedish Match pens stift	3,3		(0,6)
9. Sandvik			
(1) Skanska-sfären	25,6		(21,8)
varav			
Skanska		25,4	(21,7)
(2) Fjärde AP-Fonden	7,4		(6,3)

(3)	SHB-sfären	7,1	(6,1)
	varav		
	SHB:s pensionsst.	4,9	(4,2)
(4)	Wall-sfären		
	Beijer Invest	6,1	(5,2)
(5)	SPP	5,5	(5,9)
(6)	Stenbeck-sfären	4,6	(4,0)
	varav		
	Korsnäs	4,0	(3,4)
(7)	SEB-sfären	4,0	(3,4)
	varav		
	Skand Bankens pensionsstiftelse	3,7	(3,1)
(8)	Göranssons stiftelser	2,5	(2,1)
(9)	Skandia	2,3	(2,6)
(10)	Sparbankernas aktiefonder	1,9	(3,3)
(11)	PK Bankens aktiefonder	1,4	(1,2)
(12)	Sandvik aktiesparfond	1,1	(1,0)
(13)	Folksam	1,1	(1,0)
(14)	Volvo-sfären		
	Cardo	1,0	(1,0)
(15)	Trygg-Hansa	1,0	(1,4)

10.	Stora Kopparberg		
(1)	Wallenberg-sfären	51,5	
	varav		
	Patricia	25,9	
	Investor	13,2	
	Providentia	11,2	
	Wallenberg-fonder	1,0	
(2)	Löntagarfonder	3,3	
(3)	Skandia	2,9	
(4)	Ljungbergs minnesfond	2,3	
(5)	SPP	2,3	
(6)	Trygg-Hansa	2,0	

(7)	SE B-sfären	1,9
	varav	
	Ensk.Bankens	1,9

Källa: Sundqvist, Sven-Ivan, 1985, Ägarna och makten i Sveriges börsföretag, Mariebergs förlag

TABELL 6.5 ÄGARSTRUKTUREN I DE TIO STÖRSTA VÄSTTYSKA FÖRETAGEN
(efter omsättning; innehav i procent av total aktiestock)

Rang	År	Företag	De 100 största ftg	Utländska ägare	Offentliga mynd.	Privatpers., fam.	"Streubesitz"	Övriga
1	1978	Siemens AG				ca 11	ca 89	
1	1982					ca 11	ca 89	
1	1984					ca 10	ca 90	
2	1978	Daimler-Benz AG	38,5 1)	ca 14				47,5
2	1982		45,3 1)	ca 14			ca 22,3	ca 18,4
2	1984		45,3 1)	ca 14			ca 22,3	ca 18,4
3	1978	Volkswagenwer AG			40		60	
3	1982				40		60	
3	1984				40		60	
4	1978	Ruhrkohle AB	83,3	11,6 1)				4,6 1)
4	1982		83,7 1)	11,6 1)				4,7
4	1984		83,7 1)	11,6 1)				4,7
7	1978	Bayer AG					100	
7	1982						100	
5	1984						100	
6	1978	BASF AG					100	
8	1982						100	
6	1984						100	
8	1978	Hoechst AG					100	
10	1982			ca 24			ca 76	
7	1984			ca 24			ca 76	
11	1978	Rheinisch-Westfäliches			31,4 2)		68,6	
6	1982	Electrizitätswerk AG	1,8		31,4 2)		66,8	
8	1984		2,1		30,6 2)		67,3	
19	1978	VEBA AG			43,75		56,25	
9	1982				43,75		56,25	
9	1984				29,98		70,02	
15	1978	Robert Bosch GmbH				100 3)		
13	1982					100 3)		
10	1984					100 3)		

1) Inkluderar en del indirekt ägande 2) De offentliga myndigheterna har majoriteten i röstvärdet
3) Majoriteten innehas av en ägare
Källa: Monopolkommission.

TABELL 6.6 ÄGARSTRUKTUREN I DE TIO STÖRSTA BRITTISKA FÖRETAGEN 1980-1981
(efter omsättning; institutionellt aktieinnehav registrerade under förvaltande institution)

	Försäkrings-bolag	Banker	Fristående pensions-fonder	Övriga institu-tioner a)	Andra större externa b)	Andel av aktie-stocken
1. BP	9,4	10,6	3,9	4,0	44,6c)	72,6
2. Shell	17,5	11,9	7,2	8,7	-	45,9
3. General Electric	24,3	12,0	11,2	7,6	-	55,1
4. ICI	17,8	12,1	11,2	6,5	-	47,6
5. Rio Tinto Zinc	22,3	13,0	8,5	8,9	-	52,7
6. Beecham	20,6	13,7	10,5	11,7	-	56,7
7. Consoli-dated Gold Fields	13,0	8,1	3,6	7,8	28,8 d)	61,3
8. Bat Indu-stries	20,0	13,1	11,1	9,3	-	53,5
9. Uni-lever	18,0	7,9	8,8	5,9	18,5 e)	59,0
10 Racal Elec-tronics	22,4	19,2	10,1	8,8	-	61,0

Notor: a) Andra företag med mer än 5 procent av aktiekapitalet
b) Avser den andel av aktiestocken som förvaltas av institutioner
c) Ca 25 procent av aktiestocken ägs av brittiska staten och ca 20 procent av Bank of England
d) De Beers Consolidated Mines och Anglo-American Corporation of South Africa
e) Leverhulme Trust

Källa: Minns (1982) refererad i Hägg, Ingemund & Hörnell, Erik, "Ägande och Inflytande i Storbritanniens näringsliv", SNS occasional papers.

TABELL 6.20 DE TIO STÖRSTA INDUSTRIFÖRETAGEN I FRANKRIKE (rangordnade efter antal anställda 1985); Fortune

	Anställda	Omsättning (mn USD)	Marknadsvärde (mn USD)
1. Renault (1)	196414 (b)	13594 (b)	
2. Peugeot	176800	11163	996
3. CGE (Cie. Général d´Électricité) (a)	153800	8742	
4. Saint-Gobain (a)	148922 (b)	7556 (b)	
5. Thomson (a)	107000 (b)	6683 (b)	
6. Rhône-Poulenc (a)	78000 (b)	6244 (b)	
7. Elf-Aquitaine (a)	73000 (b)	20106 (b)	2667
8. Charbonnages des France (a)	70800	4384	
9. Sacilor (a)	69504 (b)	5407 (b)	
10. Pechiney (a)	48100 (b)	3997 (b)	
Genomsnitt	112234	8788	1831.5

Noter a) statlig ägt
b) inkluderar vissa dotterföretag ägda endast till hälften

Källor: Fortune Magazine 21 april, 1986
Business Week, 21 juli, 1986

TABELL 6.21 DE TIO STÖRSTA INDUSTRIFÖRETAGEN I FÖRENTA STATERNA
(rangordnade efter antal anställda 1985)

	Anställda	Omsättning (mn USD)	Marknadsvärde (mn USD)
1. General Motors	811000	96372	26483
2. IBM	405535	50056	91697
3. Ford Motor	369300 (+)a)	52774	15050
4. ATT	337600	34909	24327
5. General Electric	304000 (+)a)	28285	34654
6. ITT (b)	232000	12714	6552
7. United Technologies	184800	15749	6360
8. Mobil	163600	55960 (c)	12097
9. Pepsi Co	150000	8479	7284
10. R.J Reynolds Industries (d)	147513 (c)	13533	10680
Genomsnitt	310535	36883	23518

Noter: a) siffrorna anger genomsnittligt antal anställda under året. I övriga företag redovisas sysselsättningen vid årets slut.

b) Finansiella dotterföretag skulle bidra med ytterligare 25 procent eller mer om de konsoliderats.

c) Inkluderar ej "excise taxes)

d) Inkluderar Nabisco Brands som övertogs 10 september 1985 (rangordnat som nummer 54 året innan).

Källor: Se tabell 6.20

TABELL 6.22 DE TIO STÖRSTA INDUSTRIFÖRETAGEN I JAPAN
(rangordnade efter antal anställda 1985)

	Anställda	Omsättning (mn USD)	Marknadsvärde (mn USD)
1. Hitachi	164951	20525	12799
2. Matsushita Electric Ind.	133963	20749	14504
3. Toshiba	114000	13502	6226
4. Nissan	108500	18226	6688
5. Mitsubishi Heavy Industries	90300	14111	6750
6. NEC	90102	9246	10650
7. Toyota	79901	26040	19594
8. Fujitsu	74187	6396	8908
9. Nippon Steel	72081	12534	6947
10. Mitsubishi Electric	68745	8200	3695
Genomsnitt	99673	14953	9676

Källor: Se tabell 6.20

TABELL 6.23 DE TIO STÖRSTA INDUSTRIFÖRETAGEN I STORBRITANNIEN
(rangordnade efter antal anställda 1985)

	Anställda	Omsättning (mn USD)	Marknadsvärde (mn USD)
1. Unilever	304000	21627	2174 (a)
2. National Coal Board (b)	225850	2534	
3. BAT Industries	197960	11397	6675
4. General Electric	165593	6557	6179
5. Royal Dutch/ Shell Group	142000	81744	
6. Grand Metro-politan	137200	6037	362)
7. British Petroleum	127940	53101	14733
8. Imperial Chemical Industries	118600	13895	7075
9. Thorn EMI	89354	4023	1052
10. Imperial Group	89014	3401	2335
Genomsnitt	159751	20432	548[illegible]

Noter a) inkluderar Unilever of Britain och Unilever N.V. of the Netherlands

b) Statligt ägt

Källor: Se tabell 6.20

TABELL 6.24 DE TIO STÖRSTA INDUSTRIFÖRETAGEN I SVERIGE
(rangordnade efter antal anställda 1985)

	Anställda	Omsättning (mn USD)	Marknadsvärde (MN USD) a)
1. Electrolux	93600	4611	1506
2. Ericsson	78159 (b)	3817	NA
3. Volvo	67857	10014	2947
4. ASEA	60979	4670	1549
5. Saab-Scania	46807	3699	1431
6. SKF	46582	2295	385
7. Procordia	25499	1419	NA
8. Swedish Match	25300	1245	269
9. Sandvik	24033	1459	771
10. Stora Kopparberg	17718	1501	NA
Genomsnitt	48653	3473	1265

Noter: a) 31 mars, 1986

b) Inkluderar vissa dotterföretag ägda till hälften eller mindre

Källor: Se tabell 6.20

TABELL 6.25 DE TIO STÖRSTA INDUSTRIFÖRETAGEN I VÄSTTYSKLAND
(rangordnade efter antal anställda 1985)

	Anställda	Omsättning (mn USD)	Marknadsvärde (mn USD)
1. Siemens	348000	17834	10818
2. Volkswagen	259047	17831	4859
3. Daimler-Benz	231077	17800	17124
4. Hoechst	180561 (a)	14510 (a)	6106
5. Bayer	176080 (a)	15598 (a)	5727
6. Bosch Robert b)	142923	7208	NA
7. Ruhrkohle	133157	7647	NA
8. BASF	130173 (a)	15072 (a)	5646
9. Thyssen	128372	11358	1746
10. Mannesmann	107804	6171	2751
Genomsnitt	183719	13103	6847

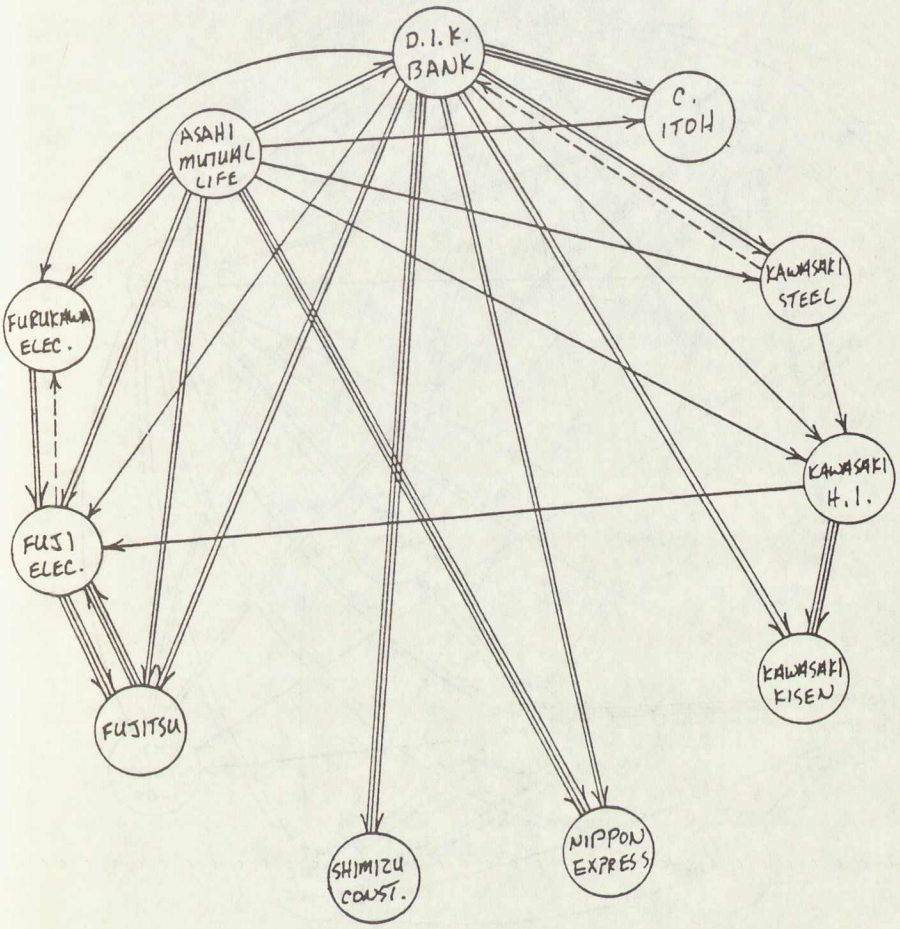
Noter: a) Inkluderar vissa dotterföretag ägda till hälften eller mindre

b) Privatägt företag med liten eller ingen officiell handel i aktierna.

Källor: Se tabell 6.20

BILAGA TILL KAPITEL 7

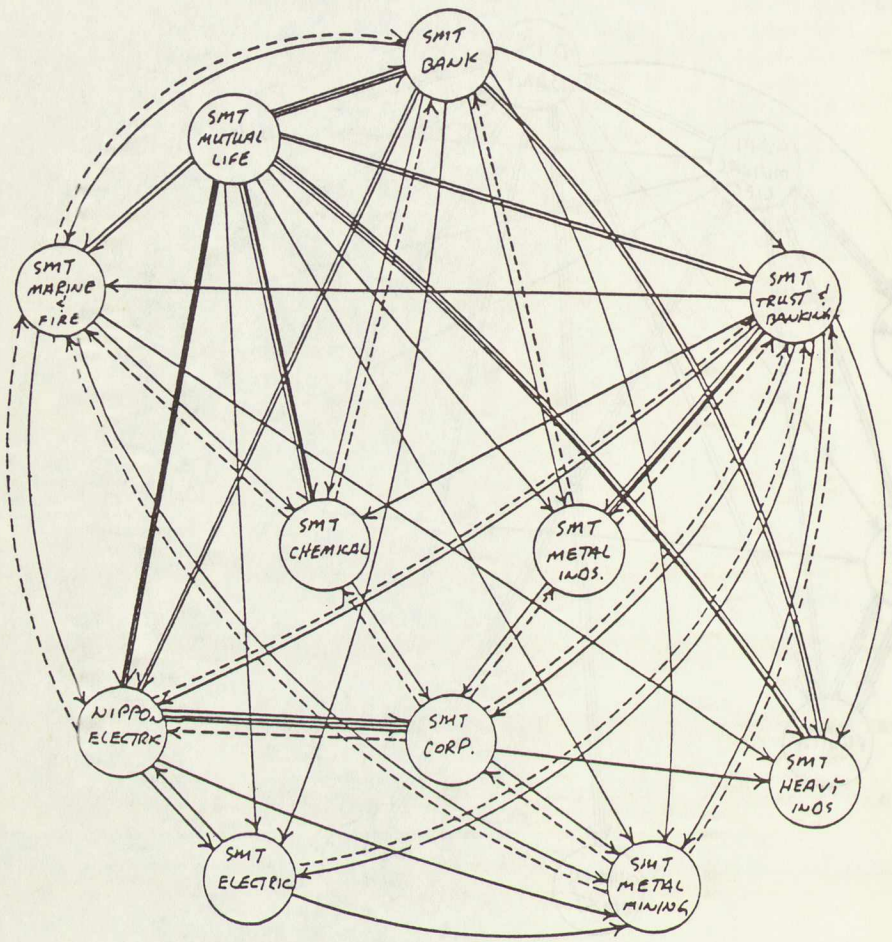
FIGUR 7.2: ÖMSESIDIGT AKTIEÄGANDE INOM DAI-ICHI KANGYO-GRUPPEN



5 procent eller mer och störste aktieägare
5 procent eller mer (ej störste aktieägare)
eller mindre än 5 procent och störste aktieägare
en av de tio största aktieägarna men mindre än 5 procent
mindre, ömsesidiga innehav

Källa: Gerlach, Michael, 1986, "Institutionalized Markets Corporate Control and Large-Firm Organization in Japan", Yale University (opublicerat arbetspapper)

FIGUR 7.3: ÖMSESIDIGT AKTIEÄGANDE INOM SUMITOMO-GRUPPEN



═══ 5 procent eller mer och största aktieägare
═══ 5 procent eller mer (ej största aktieägare) eller mindre än 5 procent och största aktieägare
——— en av de tio största aktieägarna men mindre än 5 procent
---- mindre, ömsesidiga innehav

Källa: Gerlach, Michael, 1986, "Institutionalized Markets Corporate Control and Large-Firm Organization in Japan", Yale University (opublicerat arbetspapper)

BILAGA TILL KAPITEL 8

Tabell 8.1: Några studier av samband mellan ägarkontroll och företags beteende

	Larner, Robert, 1970, American Economic Review	Kamerschen, David, 1968, American Economic Review	Monsen, Chiu & Cooley, 1968, Quart.Jour.Econ.
Data (år, ant företag, antal observationer, branscher, land	1929-1964 187 icke-finansiella företag USA	1959-1964 Flera urval ur Larners population; 47 företag med alla variabler USA	1952-1963 72 företag 12 branscher (6 ftg i varje bransch och 3 av vardera kontrolltyp) USA
Mätning av ägarkontroll	5 grupper: (1) 80% av röstv (2) 50-80% -"- (3) 20-50% -"- 10-50% (beror på spridning) (4)"legal device" (5) resten (=ftgsledarkontroll)	Samma som Larner (1966)	Två kriterier: (1) 10% av röstvärdet och representant i styrelsen eller i ftgsledning (2) 20% av röstvärdet
Metod	Multipel regression	Multipel regression	Trevägsanalys av varians
Beroende variabler	Lönsamhet (avkastning på eget kapital)	Lönsamhet (samma som Larner	Lönsamhet (nettointäkter i förhållande till nettoförmögenhet, samlade tillg. o. omsättning) Soliditet
Kontroll av störande variabler	-Koncentrationsgrad i företagets viktigaste bransch -Branschens tillväxt -Ftgs storlek -Soliditet	-Koncentrationsgrad i företagets viktigaste bransch -Branschens tillväxt- och inträdeshinder -Ftgs storlek	-Branschtillhörighet på 3-siffersnivå - Ftgs storlek
Anmärkning		Ingen korrektion för heteroskedasticitet	
Resultat	Mycket litet inflytande för ägarkontroll (0,50% högre vinstnivå)	Inget samband Ftg som förändrat kontrollform under perioden har högre lönsamhet	Starkt samband (5,5% lägre vinstnivå i företagsled. styrda företag)

Shelton, 1967, American Economic Review	Kania & McKean, 1976, Kyklos	Radice, 1971, Economic Journal	Herman, 1981
Ingen uppgift om årtal 22 restauranter inom samma kedja	1963-1972 178 företag i 11 branscher	1957-1967 68 företag inom textil-, livsmedels- och energibranscherna	1966-1976 72 företag 15 branscher
USA	USA	Storbritannien	USA
Jfr franchise-innehavare med inhyrda managers-ngt annorlunda frågeställning	Tre kriterier: (1) 10% av röstv (500 största) (2) 15% av röstv (500-1000 största) (3) 20% av röstv (1000-1800 största)	Två kriterier: (1) 15% av röstv eller (2) 5% och styrelserep	3 grupper: 20% av röstv 5-20% -"- 5% -"-
Ingen formell statistisk analys	Variansanalys	Multipel regression	Analys av kovaria
Lönsamhet (vinst i förhållande till omsättning)	Sammanlagt 32 resultatindikatorer bl a, Risktagande Lönsamhet 3 (olika) Tillväxt Utdelningspol Investeringsnivå Anställningsskydd Produktreklam	Lönsamhet (samma som Larner)	Lönsamhet (flera olika) Utdelning Risk Tillväxt (omsättning och avkastning per aktie)
	Diversifieringsgrad Företagsstorlek Branschtillhörighet	Branschtillhörighet Företagets tillväxt Företagsstorlek	Bransch (2-siffer nivå) Storlek Diversifieringsgr (Cend begr diversfiering, konglomerat utelämnade)
Skillnader i tidshorisont och brist på lokala kunskaper förbisågs i materialet	Brister i kontrollen av koncentrationsgrad	Ingen korrektion för heteroskedasticitet	
Starkt samband (7,7% lägre vinstnivå i restauranter med inhyrda managers)	Inget samband (Kontroll av branschkoncentration och dominerande företag visar inget samband)	Samband: högre lönsamhet och tillväxt i ägarkontrollerade företag; ev högre variation i lönsamhet och tillväxttakt	Inget samband Lägre risktagande i företagsledarstyrda företag Utbildnings politiker signifikant men med fel tecke

Palmer, 1973, The Bell Journal of Econ & Magmt	Cable & Yasuki, 1985, Journal of Industrial Organization	Nakatani, 1982 (opublicerat arbetspapper)	Demsetz & Lehn, 1985, Journal of Political Economy
1961-1969 500 största ftg	1968-1978 89 företag	1972-1980 205 företag (5 grupper med 41 ftg i varje)	1976-1980 511 företag (inkl reglerade företag o finansiella inst.)
USA	Japan	Japan	USA
3 grupper: 30% av röstv 10-30% -"- 10% -"-	Koncentrationsmått (Herfindahlindex)	Två grupper (1) medlem i finansiell grupp (2) fristående	Koncentrationsmått (Herfindahlindex) (fem största och 20 största ägarna)
Multipel regression	Multipel regression	Multipel regression	Multipel regression
Lönsamhet	Lönsamhet Tillväxt	Effektivitet Lönsamhet Tillväxt Utdelning Lönenivå Räntabilitet Risktagande Soliditet Kapitalintensitet	Lönsamhet (samma somt Larner)
	Grupptillhörighet Diversifieringsgrad Branschtillhörighet Soliditet	Branschtillh.het (3-siffernivå) Partiell korrektion för företagsstorlek	Statlig reglering Företagsstorlek Reklamutgifter Risknivå FoU-utgifter
Också klassificerat efter monopolställning på marknaden (inträdeshinder och företagsstorlek)	Primärt syfte att studera inverkan av organisationsform på lönsamhet	Primärt syfte att studera skillnader mellan företag inom och utom de finansiella grupperna	Genomförde också test med ägarkoncentration som beroende variabel
Samband (ägarkontrollerade ftg ger högre vinst) när ftg i monopolställning	Samband (ägarkontroll ger högre vinstnivå utanför gruppen men inte inom)	Fristående ftg har högre lönsamhet och lägre soliditet, men större variation i vinst och soliditet	Inget samband ägarkoncentration-lönsamhet

McEachern & Romeo, 1978	Thonet & Poensgen, 1979, Journal of Industrial Economics	Steer & Cable, 1978, Journal of Industrial Econ	Cable, 1986, Journal of Industrial Econ
1969-1973 40 företag i tre branscher	1961-1971 52-92 av ca 300 ftg som kunde klassificeras	1967-1971 82 storftg i fem branscher	1968-1972 48 av de 100störs ftg (inkl 9 utlandsägda ftg)
USA	Västtyskland	Storbritannien	Västtyskland
4% av röstvärdet Identifierar tre typer av ftg: ägarledda, ägarkontrollerade (ägaren ej aktiv i ftgsled) och företagsledarkontrollerade	Två grupper: 25% av aktier 0-25%	Två kriterier: 15% av aktierna eller 3% hos företagsledningen	Grad av bankägande (även styrelserepresentation av bank)
Multipel regression	Enkel och multipel regression	Multipel regression	Multipel regression
Forskning och Utveckling (antal FoU-anställda i förhållande till totalt antal sysselsatta)	Lönsamhet Tillväxt	Lönsamhet i förhållande till omsättning, eget kapital samt eget kapital plus långfristiga skulder	Lönsamhet (räntabilitet på totala tillgångar)
Diversifieringsgrad	Företagsstorlek Branschkoncentration		Diversifieringsgra Organisationsform Ägarkoncentration för icke-bankinnehav
	Testade också om marknaden värderade skillnad i ägarkontroll och ftgsledningens belöningsstruktur	Testade också om inverkan av organisationsform på lönsamheten	Primärt syfte att studera skillnaden mellan ftg med när relation till banker och fristående företag
Företag med en stark utomstående ägare investerar mer i FoU än ftgsledarstyrda och ägarledda företag	Lägre lönsamhet i ägarkontrollerade ftg, men i övrigt inga signifikanta skillnader	Högre lönsamhet och tillväxt i ägarkontrollerade företag	Starkt positivt samband mellan bankkoppling och lönsamhet

REFERENSLISTA

Alchian, A. & H. Demsetz, 1972, "Production, Information Costs and Econimic Organization", American Economic Review, December.

Ando, Albert & Alan Auerbach, 1985, "The Corporate Cost of Capital in Japan and the US: A Comparison", National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 1762.

Aoki, Masahiko, 1985, "The Japanese Firm in Transition", CEPR Publication, No. 39, Stanford Univeristy.

Ballon, Robert J., Iwao Tomita & Hajime Usami, 1978, Financial Reporting in Japan, Tokyo: Kodansha International.

Bank of International Settlements.

Baron, D., 1979, "Investment Policy, Optimality and the Mean-Variance Model", Journal of Finance, Vol. 34, No. 1.

Bronte, S., 1982, Japanese Finance: Markets and Institutions, Euromoney Publications, London.

Bulow, Jeremy J. & John B. Shoven, 1978, "The Bankruptcy Decision", Bell Journal of Economics.

"Business Finance in the United Kingdom and Germany", Bank of England Quarterly Bulletin, September, 1984.

Business Week, 1986, (April 21 and July 21).

Caves, Richard & M. Uekusa, 1976, Industrial Organization in Japan, the Brookings Institution, Washington D.C.

Cable, John, 1984, The Bank-Industry Relationship in West Germany: Performance and Policy Aspects (opublicerat arbetspapper).

Cable, J.R., 1985a, "Capital Market Information and Industrial Performance: the role of West German Banks", Economic Journal, Vol. 95, No.377.

Cable, J.R., 1985b, "the Bank-Industry Relationship in West Germany: Performance and Policy," in Joakim Schwalback, (ed.), Industy Structure and performance, Wissenschaftszentrum, Berlin.

Cable, J.R. & P Turner, 1985, "Asymetric Information and Credit Rationing: Another view of Industrial Bank Lending and Britain´s Economic Problem", in David Currie, (ed.), Advances in Monetary Economics.

Cable, John & Hirohiko Yasuki, 1986, "Internal Organisation, Business Groups and Corporate performance", International Journal of Industrial Organisation, 3, North-Holland.

Changes in Japanese Business Conditions, 1985 Bank of Japan, Tokyo.

Corbett J. & Colin Mayer, 1987,

Committee on Governmental Affairs, United States Senate, 1980, Structure of Corporate Concentration, Washington: US. Government Printing Office.

Cubbin, John & Dennis Leech, 1983, "The Effect of Shareholding Dispersion on the Degree of Control in British Companies: Theory and Measurement", The Economic Journal, 93, June, 351-369.

Denison, Edward F. & William K. Chung, 1976, "Economic Growth and Its Sources", in Patrick, Hugh & Henry Rosovsky, Asia´s New Giant, How the Japanese Economy works, the Brookings Institution, Washington, D. C.

Elston, C.D., 1981, "The Financing of Japanese Industry", Bank of England Quarterly Bulletin, December.

Fama, E.F., 1980, "Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, April.

Fama, E.F., & Michael C. Jensen, 1983a, "Separation of Ownership and Control", Journal of Law & Economics, Vol. XXVI(June), 301-325.

Fama, E.F., & M. C. Jensen, 1983b, "Agency Problems and Residual Claims", Journal of Law & Economics, Vol. XXVI (June), 327-349.

Financial Account of OECD Countires, OECD Financial Statistics, 1985, Part 1, 2 och 3.

Fortune, 1986, (April 28 and August 1).

Furubotn, Eirik G. Pejovich, 1972, "Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature", Journal of Economic Literature, Vol X, Sept., 1137-1162.

Futatsugi, Y., 1976, Firm Groups in Modern Japan, Toyokeizai, Tokyo.

Galbraith, John k., 1967, The New Industrial State.

Gerlach, Michael, 1986, "Institutionalized Markets: Corporate Control and Large-Firm Organization in Japan", Yale University, (opulicerat arbetspapper).

Goldsmith, Raymond W., 1969, Financial Structure and Development, New Haven: Yale Univeristy Press.

Goldsmith, Raymond W., 1982, The National Balance Sheet of the United States, 1953-1980, Chicago: Chicago University Press.

Goldsmith, Raymond W., 1983, The Financial Development of Japan, 1868-1977, Yale University Press, New Haven.

Goldsmith, R.W., 1985, Comparative National Balance Sheets: A Study of Twenty Countries 1688-1978, Chicago and London: the Univeristy of Chicago Press.

Goto, A., 1978, "An Economic Analysis of Firm Groups", Keizai Kenkyu, (April).

Hedlund, Gunnar & Ådne Kvemeland, 1984, Investing in Japan- The Experience of Swedish Firms, Institute of International Business, Stockholm.

Hedlund, Gunnar, et al, 1985, Institutioner som Aktieägare-Förvaltare? .

Herman, Edward S., 1981, Corporate Control, Corporate Power, Cambridge: Cambridge University Press.

Hirschmeier, Johannes & Tsunehiko Yui, 1981, The Development of Japanese Business, George Aneu & Unwin, London.

Hirschman, Albert O., 1970, Exit, Voice, and Loyalty, Responses to Decline Firms, Organisations, and States, Cambridge, Mass.: Harvard Univeristy Press.

Hodder, James E., 1984, "Investment and Financial Decision Making in Japanese Firms: A Comparison with US Practices", Techical Report, 89-9, Industrial Engineering & Engineering Management, Stanford University.

Horn, Norbert & Jurgen Kocka, (red), 1974, Recht und Entwicklung der Grossunternehmen im 19. und fruhen 20. Jahrhundert, Vanderhoeck & Rupreckt, Göttingen.

Iber, Bernhard, 1985, "Zur Entwicklung der Aktionärsstruktur in der Bundesrepublik Deutschland (1963-1983)," Zeitschrift fur Betriebswirtschaft, Vol. 55.

Japan 1985, An International Comparison, Keizai Koko Center, Tokyo.

Japan Company Handbook, 1984(Second Half), Tokyo: Toyo Keizai Shinposha/Oriental Economist.

Kamerschen, David R., 1968, "the Influence of Ownership and Control on Profit Rates", American Economic Review, LVIII, June.

Kapitalmarknadsutredningen, SOU 1978:12.

Kemp, L.J., 1984, The Wardley Guide to World Money and Securities markets, London: EUROMONEY Publications Limited.

Kester, Carl W., 1985, "Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations", opublicerat arbetspapper.

King, Mervyn & Don Fullerton, (ed.), 1984, The Taxation of Income from Capital, Chicago: University of Chicago Pross.

Kocka, Jurgen & Hannes Siegrist, 1979, "Die Hundert grössten deutschen industrieunternchmen im späten 19. und fruhen 20. Jahrhundert, Expansion, Deversifikation und integration im internationalen Vergleich", in Law and the Formation of the Big

Enterprises in the 19th and early 20th Centuries, Göttingen: Vanderhoeck & Ruprecht, 55-117.

Kocka, Jurgen, 1980, "The Rise of the Modern Industrial Enterprise in Germany", i Chandler, A. & Daems, H., Managerial Hierarchies, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.

Larner, Robert J., 1970, Management Control and the Large Corporation, Dunellen, New York.

Leland, M.E., & D.H. Pyle, 1977, "Information Assymetries, Financial Structure and Financial Intermediations", Journal of Finance, Vol. 32.

Liniblom, Charles E., 1977, Politics and Markets, The World's Political-Economic Systems, New York: Basic Books.

Manne, Henry G., 1965, "Mergers and the Market for Corporate Control", Journal of Political Economy, Vol. LXXIII, Feb.-Dec., 110-120.

Manual of Securities Statistics, 1984, Tokyo: Nomura Research Institute.

McEachern, W.A. & A.A. Romeo, 1978, "Shareholder control, Uncertainty and the Allocation of Resources to Research and Development", Journal of Industrial Economics, 349-61.

Mckean, John R. & John J. Kamia, 1978, "An Industry Approach to Owner-Manager Control and Profit Performance", Journal of Business, Vol. 51, No. 2, 327-342.

Miyazaki, Yoshikazu, 1972, Oligopoly, Tokyo: Iwanami Shoten.

Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Mai 1979, Mai 1982, Mai 1984 och Mai 1986.

Monopolkommission, Hauptgutsachten, 1973/74, 1975/76, 1977/78, 1980/81 och 1983/84.

Monsen, Joseph R., John S. Chu & David E. Cooley, 1968, "the Effect of Separation of Ownership and control on the Performance of the Large Firm", The Quarterly Journal of Economics, LXXXII, August.

Nakagawa, Keiichiro, 1974, "Business Strategy and Industrial Structure in Pre- World War-II Japan", in Nakagawa, Keiichiro, Strategy and Structure in Big Business, University of Tokyo Press, Tokyo.

Nakamura, Taka___, 1981, The Postwar Japanese Economy, its Development and Structure, University of Tokyo Press, Tokyo.

Nakatani, Iwao, 1984, "the Economic Role of Financial Corporate Grouping", in Aoki, Masahiko, The Economic Analysis of the Japanese Firm, North-Holland, Amsterdam.

Odagiri, H., 1985, "The Theory of Corporate Groups", Economic Studies Quarterly, August.

OECD(Organization for Economic Cooperation and Development), Financial Statistics, 1971-1976, 1985.

OECD, Historical Statistics, 1960-1984.

OECD, National Accounts: 1970-1982, and 1972-1984.

Palmer, J., 1973, "The Profit Performance Effect of The Separation of Ownership and Control."

Patrick, Hugh & Henry Rosovsky, 1976, "Japan´s Economic Performance: An Overview", in Patrick, Hugh & Henry Rosovsky, Asia´s New Giant, How the Japanese Economy Works, the Brookings Institution, Washington D.C.

Pryor, Frederick, 1973, Property and Industrial Organization in Capitalist and Communist States.

Radice, H.K., 1971, "Control Type, Profitability and Growth in Large Firms", Eonomic Journal.

Rydqvist, Kristian, 1985, "The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games", (Second Version), Unpubl. Paper.

Sakakibara, Eisuke & Yoriuki Nagao, (ed.), 1985, Study on Tokyo Capital Markets, JCIF Policy Study Series, No. 2.

Santomero, A.M., 1984, "Modeling the Banking Firm: A Survey", Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 16.

Schumpeter, Joseph, 1943, Capitalism, Socialism and Democracy, Unwin University Books, London.

Securities Market in Japan, 1984, Japan Securities Research Institute, Tokyo.

Shelton, John P., "Allocative Efficiency versus X-Efficiency: A Comment", American Economic Review, LVII, December.

Stiglitz, Joseph E., 1985, "Credit Mardits and the Control of Capital", Journal of Money, Credit, and Banking, May.

Thonet, P.J. & O.H. Poensgen, 1979, " Managerial Control and Economic Performance in Western Germany", Journal of Industrial Economics, Vol.28, Nr. 1.

Tokyo Stock Exchange FACT Book 1986, Tokyo: Hosensha Co., Lrd.

Toyo Keizai Weekly, 1985, Survey of Enterprise Groups, Tokyo: Toyo Keizai Shinposha.

Veblen. Thorstein, 1924, The Engineers and the Price System.

Wennberg, Åke, 1978, "Kapitalmarknader utomlands", Bilaga 1 till Kapital Marknader i Svensk Ekonomi, Kapital-Marknadsutredningen, SOU 1978:12.

KUNGL. BIBL.
1988-12-06
STOCKHOLM

ALLMÄNNA FÖRLAGET

ISBN 91-38-10199-8
ISSN 0375-250X