



Slutsatser och sammanfattning

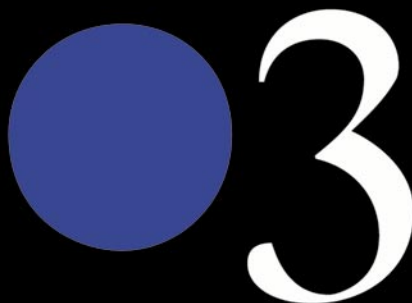
EKONOMIRÅDETS RAPPORT 2003

Ägarmakt och omvandling

Den svenska modellen utmanad

Hans Tson Söderström (red.) • Erik Berglöf
Bengt Holmström • Peter Högfeldt
Eva M. Meyersson Milgrom

SNS FÖRLAG



SNS – Studieförbundet Näringsliv och Samhälle – är ett fristående nätverk av ledande beslutsfattare i privat och offentlig sektor med engagemang i svensk samhällsutveckling. Syftet är att skapa underlag för rationella beslut i viktiga samhällsfrågor genom forskning och debatt.

SNS bedriver samhällsforskning med forskare från universitet och högskolor i Sverige och utlandet, ger ut böcker på eget förlag, samt arrangerar konferenser, kurser och lokala medlemsmöten. SNS är en allmännyttig ideell förening som finansieras genom medlemsavgifter, forskningsanslag, bokförsäljning och konferensavgifter samt genom årsavgifter från företag, myndigheter och organisationer.

Slutsatser och sammanfattning av

**Ägarmakt och omvandling – Den svenska modellen utmanad
Ekonomirådets rapport 2003**

*Hans Tson Söderström (red.), Erik Berglöf, Bengt Holmström, Peter Högfeldt,
Eva M. Meyersson Milgrom*

© 2003 Författarna och SNS Förlag

Beställ boken från:

SNS Förlag

Box 5629

114 86 Stockholm

Tel: 08-507 025 00

Fax: 08-507 025 25

E-post: order@sns.se

Hemsida: www.sns.se

Rapportens budskap i 10 punkter

- *Corporate governance* – ägande och företagsstyrning – har kommit i blickpunkten av tre skäl:
 1. Företagsskandaler på bägge sidor Atlanten har försvagat det allmänna förtroendet för näringslivets aktörer och institutioner;
 2. Ambitionen att förvandla Europa till en världsledande ekonomisk region ställer krav på nya mekanismer för att öka omvandlingstrycket i näringslivet;
 3. Globaliseringen av kapitalmarknaderna reser krav på anpassning av institutioner och regelverk.
- Vår rapport vill flytta debattfokus från den första till de två senare faktorerna. Den nuvarande fokuseringen på att förebygga nya skandaler är både snäv och vilseledande. Den avgörande frågan ur samhällsekonomisk synvinkel är hur makten över näringslivets kapital fördelas, utnyttjas och övervakas.
- Maktfördelningen över kapitalstocken i företagssektorn mellan kontrollaktieägare, minoritetsägare och företagsledning skiljer sig markant mellan olika delar av världen. Varje system har för- och nackdelar, och systemen är i ständig förändring. Det finns inget bästa system.
- Den svenska ägarmodellen har stora likheter med den europeiska kontinentens. Den karaktäriseras av att de flesta företag har kontrollägare som bygger sin makt på olika instrument för separation av ägande och kontroll. Modellens obestridda fördelar måste vägas mot dess tydliga nackdelar jämfört med alternativa modeller för ägande och kontroll. Den kan ha en konserverande effekt på näringslivets struktur.

- Modellens avigsidor kan knappast motverkas genom förändringar i styrelsernas sammansättning och arbetsformer. Ägarstrukturen är avgörande.
- Aktierelaterad ersättning till företagsledningen är viktig för omvandlingen i näringslivet. Europas företagsledningar behöver mer optioner – inte mindre. Optionsprogrammen kan dock göras bättre liksom formerna för beslut i ersättningsfrågor. Allvarliga försummelse har begåtts i vissa fall.
- Möjligheten att utmana de existerande ägarnas makt bör stärkas för att förbättra dynamiken i näringslivet. Det bör inte i första hand ske genom en försvagning av de nuvarande ägarna utan genom en förstärkning av potentiella nya ägares möjligheter. Fler aktörer måste ges möjlighet och incitament att axla ägaransvaret.
- Fientliga övertaganden är inte den enda vägen. Bättre affärsjournalistik, starkare sammanslutningar av aktieägare, ökade möjligheter att vinna röststrider på bolagsstämman och till framgång i rättsprocesser är viktiga metoder. De bör i sin tur kunna leda till fler förhandlade kontrollägarskiften.
- Det föreligger en risk för statlig överreglering i nuvarande opinionsklimat. Det gäller även harmoniseringen av de europeiska regelverken. Nya regleringar kan begränsa missbruk men också hejda innovationer och förnyelse.
- Kontraktsfrihet och självreglering bör vara utgångspunkten i all översyn av regelverken. Börsen/marknadsplatsen är en i många avseenden lämplig regleringsnivå. Men det förutsätter oberoende av enskilda ägargrupper.

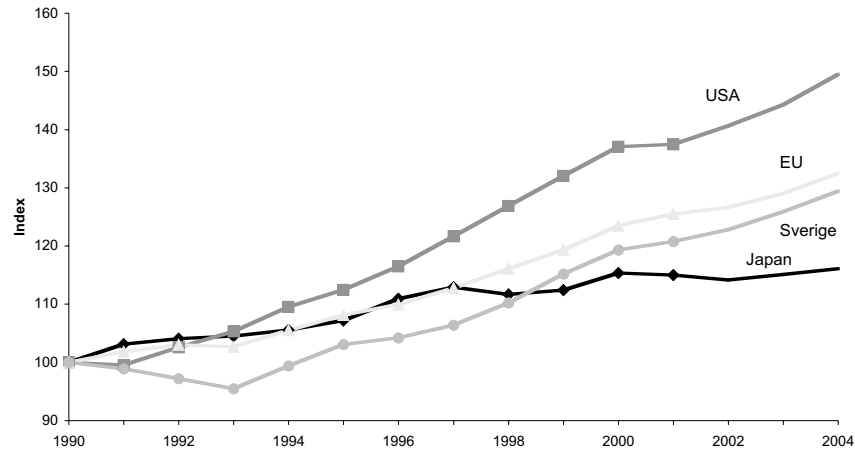
Slutliga kontrollägare i noterade företag (ägarkategori)

Land	Antal företag	Spritt ägande	Familj	Stat	Icke-finansiellt företag med spritt ägande	Finansiell institution med spritt ägande	Övriga
Belgien	130	20,00	51,54	2,31	0,77	12,69	12,69
Finland	129	28,68	48,84	15,76	1,55	0,65	4,52
Frankrike	607	14,00	64,82	5,11	3,79	11,37	0,91
Tyskland	704	10,37	64,62	6,30	3,65	9,07	3,37
Irland	69	62,32	24,63	1,45	2,17	4,35	5,07
Italien	208	12,98	59,61	10,34	2,88	12,26	1,20
Norge	155	36,77	38,55	13,09	0,32	4,46	4,54
Portugal	87	21,84	60,34	5,75	0,57	4,60	6,90
Schweiz	214	27,57	48,13	7,32	1,09	9,35	6,31
Spanien	632	26,42	55,79	4,11	1,64	11,51	0,47
Sverige	245	39,18	46,94	4,90	0,00	2,86	5,71
Storbrit.	1 953	63,08	23,68	0,08	0,76	8,94	3,46
Österrike	99	11,11	52,86	15,32	0,00	8,59	11,11
Totalt	5 232	36,93	44,29	4,14	1,68	9,03	3,43

Anm.: Tabellen baseras på 5 232 listade företag och visar andelen företag kontrollerade av olika grupper av kontrollaktieägare med över 20 procent av rösterna. På grund av korsvist ägande adderar inte summan av de olika ägargrupperna till hundra för ett flertal länder.

Ägande och företagsstyrning i blickpunkten

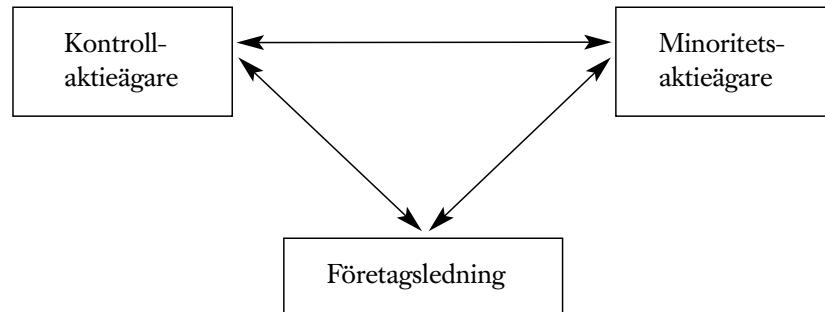
Indexerad BNP-utveckling i Sverige, USA, Japan och EU 1990–2004, 1990=100



- 1990-talet uppvisade dramatiska skillnader i tillväxt mellan den utvecklade världens tre stora regioner. USA var ensamt lokomotiv i världsekonomin. Europa släpade efter och den japanska ekonomin stod i det närmaste stilla.
- Strukturella faktorer har anförts som huvudförklaring till skillnaderna i tillväxt. En viktig faktor – men svår att kvantifiera – är skillnader i system för ägande och företagsstyrning, *corporate governance*. Den höga amerikanska tillväxten har varit förknippad med stora förändringar i ägande och kontroll. I Europa och Japan har ägarförhållandena varit mer statiska.
- 1990-talets tillväxter tog slut i samband med kraftiga och långvariga nedgångar på världens börser som inleddes i mars 2000 och fortgick till slutet av 2002. Börsfallen kan ses som en anpassning till mer rimliga företagsvärderingar. Men de tyder också på ett sänkt förtroende för kapitalmarknadens förmåga att ansvarsfullt hantera aktieägarnas medel samt för näringslivets etik och moral i allmänhet.
- Utvecklingen har lett till att systemen för ägande och företagsstyrning kommit i blickpunkten för reformarbete vad gäller lagstiftning, tillsynsmyndigheter och självreglering över hela den utvecklade världen. Tonvikten i reformarbetet varierar dock mellan olika regioner:
 1. Att återvinna kapitalmarknadens förlorade förtroende (USA);
 2. Att skapa ett mer dynamiskt näringsliv med attraktionskraft på det globala kapitalet (EU);
 3. Att lösa den finansiella krisen (Japan).

Corporate governance som samhällsproblem

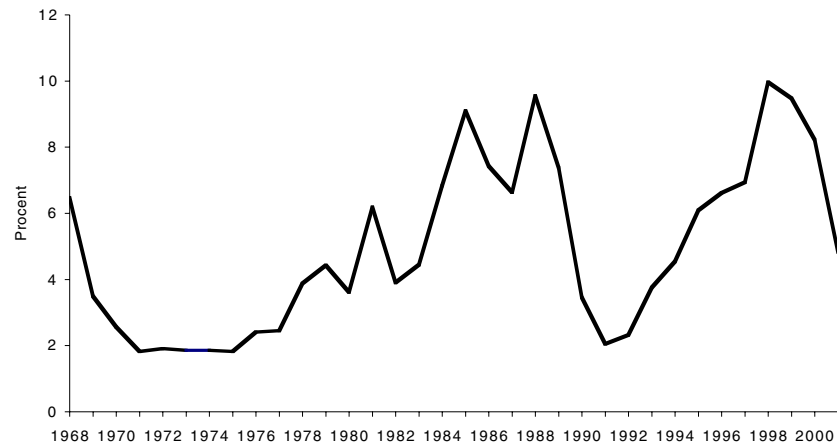
Triangeldramat



- *Corporate governance* omfattar betydligt mer än de frågor kring intressekonflikter, brottsliga förfaranden och vilseledande redovisning som nu kommit i fokus. Girighet och egennytta ska givetvis bekämpas, men de är mindre problem än en allmän miss-hushållning med företagets kapital, som kan kosta samhällsekonomin hundratals miljarder kronor.
- Avgörande för hur det publika företagets resurser används är hur makten fördelas mellan företagsledning, kontrollägare och minoritetsägare. Varje kategori har sin egen agenda, och varje maktfördelning har sina problem.
- Huvudfrågan är hur ägarna kan sporra företagsledningen att agera i deras intresse, begränsa dess handlingsfrihet och övervaka dess förehavanden. Kontrollaktieägare kan fylla denna funktion, men risken är att de tillgodoser egna intressen på övriga ägares bekostnad.
- I ägarsystem med kontrollägare – som i huvuddelen av Europa – är det en viktig uppgift att reglera förhållandet mellan kontrollägare och övriga aktieägare (minoriteten). Kontrollägarnas makt måste kunna utmanas, begränsas och kontrolleras för att förhindra exploatering av minoriteten och bevara systemets samhälleliga legitimitet.
- I ägarsystem utan kontrollägare – som i Storbritannien och USA – är den centrala uppgiften att disciplinera företagsledningen genom incitamentsavtal, finansiell struktur, röststrider på bolagsstämman och juridiska processer mot företagsledning och styrelse.
- I bägge systemen spelar möjligheten till förhandlade eller fientliga övertaganden en viktig roll för att byta ut dåliga företagsledningar och/eller kontrollägare.

Omstrukturering av företag i USA – vad kan Europa lära?

Företagsförvärv i förhållande till totalt börsvärde, USA 1968–2001



- USA har varit framgångsrikt vad gäller kontinuerlig struktur- omvandling i näringslivet. Det har varit förknippat med stora förändringar i makten över företagen.
- Under 1960- och 70-talen låg tonvikten (liksom i Europa) på *stakeholder value*, dvs. utveckling av företagen i samspel med alla intressenter. Det ledde till en stark ställning för företagsledarna och många företag växte genom diversifiering till oöverskådliga konglomerat.
- På 1980-talet tog kapitalmarknaden över initiativet. Det blev de fientliga företagsövertagandenas decennium, med högbelånade uppköp av överkapitaliserade företag. Konglomeraten styckades och pengarna skickades tillbaka till aktieägarna.
- Under 1990-talet fortsatte de stora företagsaffärerna men i helt nya former. Genom optionsprogram blev företagsledningarna drivande i sammanslagningar och uppköp som syftade till konsolidering och ökat aktieägarvärde. Riskkapitalbolag bidrog till nyföretagande och investeringar.
- Styrkan i den amerikanska modellen ligger i ett kontinuerligt växelspel mellan företagsledningarna och kapitalmarknad, inom ramen för lagstiftning och självreglering som anpassas för att lösa de viktigaste problemen. Den pågående uppstädningen efter 1990-talets excesser är ett naturligt led i denna process.

Ägande och kontroll i Europa

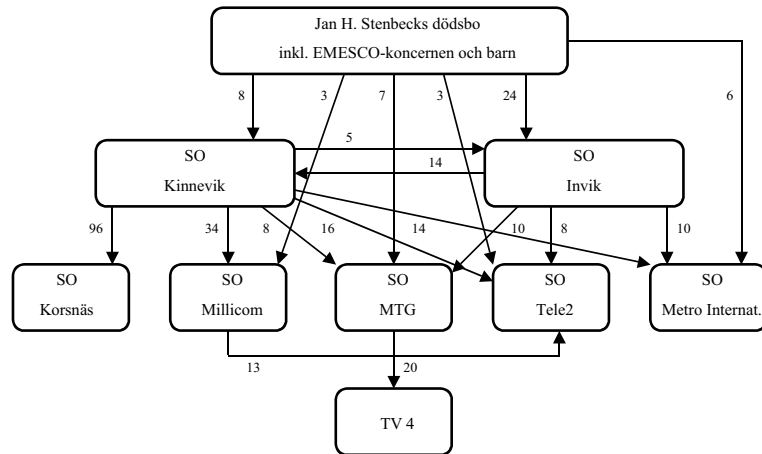
Användningen av instrument för separation av ägande och kontroll

Land	Antal företag	Ensam kontroll ägare (%)	Pyramid-ägande (%)	Korsvist ägande	Innehav som utnyttjar flera instrument	Företagsledning från ägarfamilj (%)
Belgien	104	71,15	25,00	0,00	2,38	80,00
Finland	92	41,30	7,46	0,00	1,49	69,23
Frankrike	522	64,75	15,67	0,00	2,87	62,20
Tyskland	631	59,90	22,89	2,69	7,22	61,46
Irland	26	42,31	9,09	0,00	0,00	77,78
Italien	181	58,76	20,27	1,13	8,78	70,00
Norge	98	38,78	33,90	2,04	20,34	66,67
Portugal	68	60,29	10,91	0,00	0,00	50,00
Schweiz	155	68,39	10,91	0,00	0,91	70,00
Spanien	465	44,30	16,00	0,22	5,43	62,50
Sverige	149	48,32	15,91	0,67	0,00	73,47
Storbritannien	721	43,00	21,13	0,00	4,93	75,85
Österrike	88	81,82	20,78	1,14	6,49	80,00
Totalt	3 300	53,99	19,13	0,73	5,52	68,45

- Europa utom Storbritannien domineras av företag med en kontrollerande ägare – ofta en familj. Kontrollägaren rekryterar företagsledningen och påverkar valet av styrelseledamöter. En potentiell konflikt föreligger med övriga aktieägares intressen.
- För att kontrollera företag med en begränsad kapitalinsats utnyttjar kontrollägarna vanligtvis någon av tre metoder för separation av ägande och kontroll: röststarka aktier, ask-i-ask-ägande eller korsvist ägande. Genom att kombinera metoderna kan de få en stor hävstång mellan ägande och kontroll.
- Sverige är i hög grad en del av denna europeiska modell. Mer än 90 procent av företagen på Stockholmsbörsen har en väldefinierad ägare eller ägargrupp som kontrollerar minst 25 procent av företagets röster. Privata kontrollägare behåller med hjälp av röststarka aktier ett starkt grepp om företag som introduceras på börsen.
- Den höga ägarkoncentrationen i Sverige har inte hindrat en snabb omstrukturering i näringslivet, särskilt i slutet av 1990-talet. Företagsförvärven låg då på amerikansk nivå, betydligt över genomsnittet för Europa. Ett antal internationella storaffärer dominerade.
- Internationella jämförelser indikerar ett svagt faktiskt minoritetsskydd i Sverige. Staten har sett det som viktigare att söka tillvarata de anställdas intressen genom samarbete med företagsledningar och existerande kontrollägare.

Den svenska ägarmodellens avigsidor

En svensk ägarpyramid: Stenbecks "Our Group"



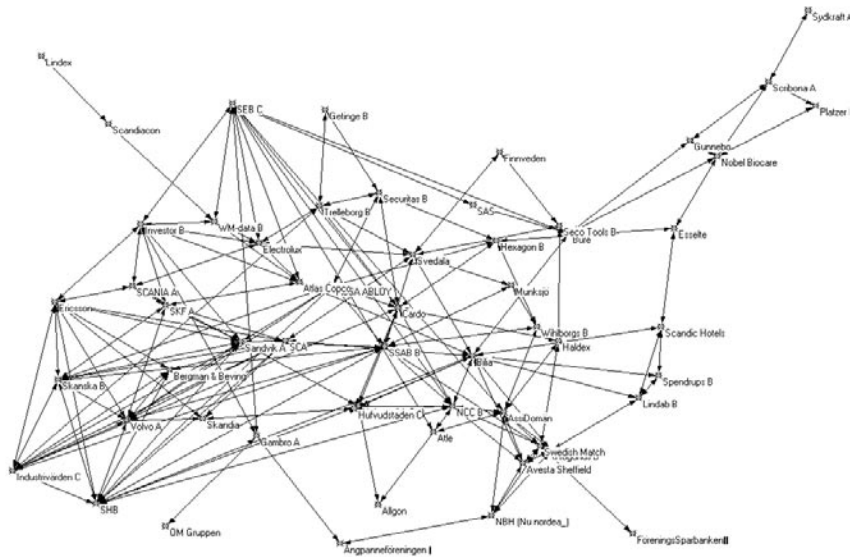
Not: Ägarförhållandena avser kapitalandel 2002-02-09. Röstandelarna var i de flesta fall väsentligt högre. SO anger att Jan H. Stenbeck vid tidpunkten för sitt frånfälle var styrelseordförande i bolaget.

- Den svenska ägarmodellen med sin starka separation av ägande och kontroll har några ovedersägliga fördelar. Den kan därtill medföra ett antal potentiella problem och risker.
- Kontrollägarna kan lockas att bygga sina värden på exploatering av minoritetsaktieägarna.
- Systemet kan skapa samhällsekonomiska effektivitetsförluster vid val av investeringsprojekt och finansieringsmetod.
- Inom ägarsfärer kan ovidkommande hänsynstaganden komma in i styrningen av enskilda företag.
- Makten över företagen ger etablerade kontrollägare ett inflytande i samhället som inte motsvaras av deras kapitalinsats och risktagande.
- Slutresultatet kan bli en konserverande effekt på näringslivets struktur och ett osunt bevarande av makten över företagen gentemot potentiellt bättre ägare.
- Det är inte möjligt att ge entydiga empiriska belägg på förekomst av dessa negativa effekter eller att anvisa ägarmodeller som saknar negativa effekter. Vi menar ändå att de negativa effekterna måste vägas in i utformningen av ett framtida svenskt regelverk för ägande och företagsstyrning.

Styrelsen som övervakare och beslutsfattare

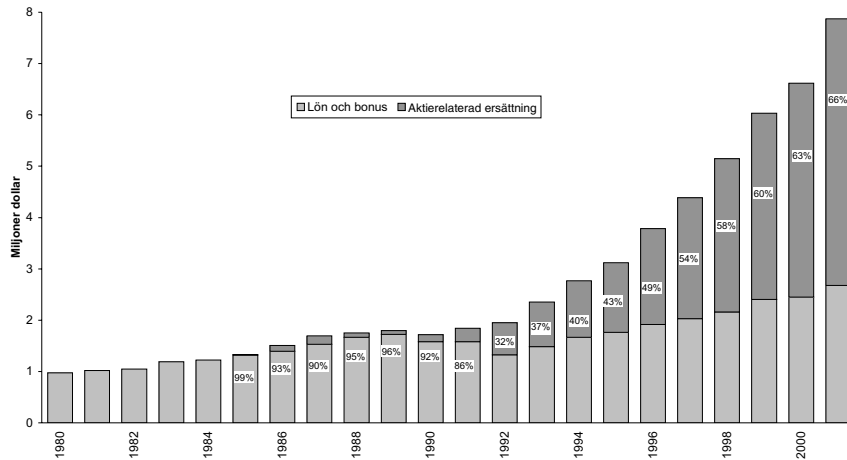
- Svenska styrelser är homogena med avseende på ålder, kön och bakgrund. Styrelsernas nätverk har också varit stabila över tiden med en stark klusterbildning kring ett fåtal centrala aktörer.
- En vanlig rekommendation för att stärka förtroendet för näringslivets hantering av aktieägarnas kapital är att förbättra styrelsernas integritet och oberoende. Det gäller såväl valet av ledamöter som styrelsens arbetsätt.
- Möjligheten till oberoende bör dock inte överdrivas. Styrelsen är ägarnas organ, och kontrollägare kommer i praktiken att ha ett avgörande inflytande över styrelsens sammansättning. Ledamöterna måste ha kontrollägarrens förtroende.
- Mer heterogent sammansatta styrelser med ledamöter från skiftande bakgrund kan bli mer ifrågasättande och öppna för ny information. Men de kan också bli mer konfliktbenägna, fungera sämre som stöd för vd och få svårare att komma till beslut.
- Över tiden utvecklas fungerande styrelser till socialt integrerade grupper som talar samma språk, har tillgång till samma information, tänker lika och därför har lätt att komma till konsensusbetonade beslut. Sådana styrelser är inte ändamålsenliga förändringsagenter i skeden av stark omvandling.
- Ett skifte av kontrollägare innebär normalt att större delen av styrelsen byts ut. En viktig effekt av aktiva ägarmarknader med utmanare av ägarkontrollen är att de integrerade styrelserna bryts upp.

Nätverk i svenska börsföretagsstyrelser 1999



Att ge företagsledningen rätt incitament

Median-vd-ersättnings nivå och sammansättning, USA 1980–2001, miljoner dollar, 2001 års priser



- Ersättningen till cheferna för de största företagen i USA fyrfaldigades under 1990-talet. Ökningen fortsatte under 2001 sedan aktiemarknaden vänt ned.
- Nästan hela ökningen förklaras av ökad tilldelning av optioner och annan aktierelaterad ersättning. Den uppgick 2001 till drygt 65 procent av den totala ersättningen. Företag utan kontrollägare har varit mer frikostiga med optioner än övriga.
- Europas företagsledare har haft en motsvarande utveckling fast på mindre än halva den amerikanska nivån. Svenska företagsledare ligger i sin tur under Europa-snittet. Inslaget av aktierelaterad ersättning är i Europa bara en bråkdel av det amerikanska.
- Aktierelaterad ersättning har visat sig avgörande för att få företagsledare att styra företagen i aktieägarnas intresse, särskilt vid ägarskiftet och omstruktureringar. Europas företagsledare behöver mer optioner – inte mindre.
- Optionsprogrammen kan göras väsentligt bättre. Tilldelningen av optioner bör spridas jämnare över tiden. Alternativt kan lösenkursen indexeras med den allmänna kursutvecklingen. Löptiden för optionerna bör vara längre och erhållna aktier bör vara bundna under längre tid.
- Grova styrelseförsummelse har begåtts i enskilda uppmärksammade fall av ersättningar till vd. Seriös *benchmarking* och tydlig redovisning av hela ersättningspaketet är botemedel. Kontrollägare och institutionella ägare bör utveckla och offentliggöra ”god ersättningsd”.

Corporate governance som ett system

Företagsförvärv i olika regioner

År	Austra- lien	Kanada	USA	Totalt	EU 15		Övriga
					UK	Exkl. UK	
Antal icke-fientliga¹ företagsförvärv							
1989	81	184	1 188	550	316	234	114
1990	69	193	834	597	290	307	188
1991	107	269	790	817	252	565	363
1992	46	194	746	824	181	643	296
1993	100	215	789	803	196	607	456
1994	124	224	1 015	816	221	595	614
1995	162	296	1 106	806	219	587	753
1996	142	277	1 115	676	195	481	745
1997	107	258	1 150	574	201	373	726
1998	103	231	1 203	653	234	419	893
1999	100	289	1 236	801	271	530	1 180
Antal fientliga² företagsförvärv							
1989	3	6	45	36	32	4	10
1990	2		12	24	22	2	5
1991	8	1	7	34	31	3	2
1992	10	2	7	20	15	5	4
1993	10	1	11	15	11	4	5
1994	8	11	33	11	8	3	4
1995	18	19	59	22	14	8	7
1996	22	8	45	20	13	7	11
1997	12	17	27	23	11	12	5
1998	12	14	19	14	12	2	5
1999	15	6	19	42	21	21	6

¹ Styrelsen i målföretaget rekommenderade aktieägarna att anta budet.

² Styrelsen i målföretaget rekommenderade aktieägarna att avslå det ursprungliga budet.

- Många institutioner och regelverk styr samspelet mellan kontrollägare, minoritetsägare och företagsledning i förvaltningen av näringslivets kapital. De olika komponenterna måste samverka till en logisk enhet om ägande och företagsstyrning ska fungera i samhällets intresse.
- En väl fungerande marknad för företagskontroll är grundläggande. Hot om fientliga bud kan disciplinera slöa ägare och företagsledningar i företag med spritt ägande.
- I praktiken sker dock de flesta kontrollägarskiftet efter förhandlingar. En aktiv handel med kontrollblock underlättar strukturomvandling i näringslivet.
- Även kontrollägarna måste kunna utmanas. Kompletterande mekanismer är nödvändiga när ägande och kontroll är så starkt koncentrerade att marknaden för företagskontroll inte utgör något hot för kontrollägare eller företagsledning
- Minoritetsskyddet är viktigt för att förhindra exploatering av de små ägarna och för att förmå dem att ställa sitt kapital till förfogande. Möjligheten att mobilisera röster mot styrelsens förslag kan stärkas. Men minoritetsskyddet får inte drivas så långt att det blir ekonomiskt ointressant att ta ett aktivt ägaransvar.
- Banker och institutionella placerare är i grunden inte lämpliga att ta ett aktivt ägaransvar på längre sikt. De tvingas ändå in i denna roll när kontrollägarfunktionen sviktar.
- Domstolarna kan komma att spela en växande roll i Sverige genom den nya möjligheten till grupptalan. Även mediabevakning och opinionsbildning är betydelsefulla när det gäller att tillgodose avkastningsintresset.

Ägarstyrningssystem och kompletterande instrument

	Marknadsbaserade system (USA, Storbritannien)	Kontrollägarsystem (Europa)
Ägande och kontroll	Spritt ägande	Kontrollägare
Minoritetsskydd	Starkt	Svagt
Styrelsen	Potentiellt oberoende	Nära kontrollägaren
Företagsledning	Stark, oberoende	Nära kontrollägaren
Bankrelationer	Armlängd, diversifierat, inget ägande	Nära, koncentrerat, möjligt ägande
Ledningens incitament	Centrala, starka	Mindre centrala, svagare
Kapitalstrukturen	Lägre skuldgrad	Högre skuldgrad
Kontrollmarknaden	Fientliga bud viktiga	Fientliga bud sällsynta

Ett systemskifte för Europa och Sverige?

- Företagsskandaler, EU-kommissionens harmoniseringskrav och globaliseringen av kapitalmarknaden ställer stora förändringskrav på regelverken för ägande och företagsstyrning. Vi fruktar en överreaktion och en överreglering.
- Det finns inga entydiga vetenskapliga belägg för att vissa system för ägande och företagsstyrning är långsiktigt bättre än andra i de utvecklade marknadsekonomierna.
- Att ”importera” vissa regler från ett system till ett annat kan göra mer skada än nytta för hela systemets funktionsduglighet. Förbud mot aktier med skilda röstvärden, budpliktregler, lika-budsprinciper och Winterrapportens s.k. genombrottsregel kan underminera kontrollägarsystemet utan att ersätta det med något annat.
- Reformarbetet i Europa bör bedrivas med hänsyn till systemets särart. Vi tror inte på ett radikalt systemskifte. Kontrollägarsystemets fördelar bör tillvaratas och dess nuvarande nackdelar bör begränsas.
- Reformstrategin bör vara flexibel med inriktning på att lösa de viktigaste samhällsekonomiska problemen utan ambition att etablera ett varaktigt ”bästa” system.
- Utgångspunkten för reformarbetet bör vara kontraktsfrihet. Lagstiftningen bör inriktas på att förbättra förutsättningarna för samhällsekonomiskt effektiv självreglering. Reglering på börsnivå ger möjlighet till pluralism och flexibilitet.
- Det ligger en fara i samförståndslösningar mellan staten, kapitalet och fackföringsrörelsen. Existerande kontrollägare och företagsledningar företräder sina egna intressen. Staten ska företräda alla medborgare – dagens och morgondagens.



Ekonomirådet 2003. Från vänster *Bengt Holmström*, Professor of Economics vid MIT, Cambridge, Mass; *Hans Tson Söderström*, rådets ordförande, adjungerad professor vid Handelshögskolan i Stockholm och forskningsledare vid SNS; *Eva M. Meyersson Milgrom*, docent i sociologi vid Stockholms universitet, f.n. visiting associate professor vid Stanford University; *Peter Högfeldt*, docent vid Institutionen för finansiell ekonomi, Handelshögskolan i Stockholm; och *Erik Berglöf*, docent i finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm och chef för SITE – Stockholm Institute for Transition Economics, f.n. gästforskare vid Världsbanken i Washington.



Studieförbundet Näringsliv och Samhälle
Center för Business and Policy Studies