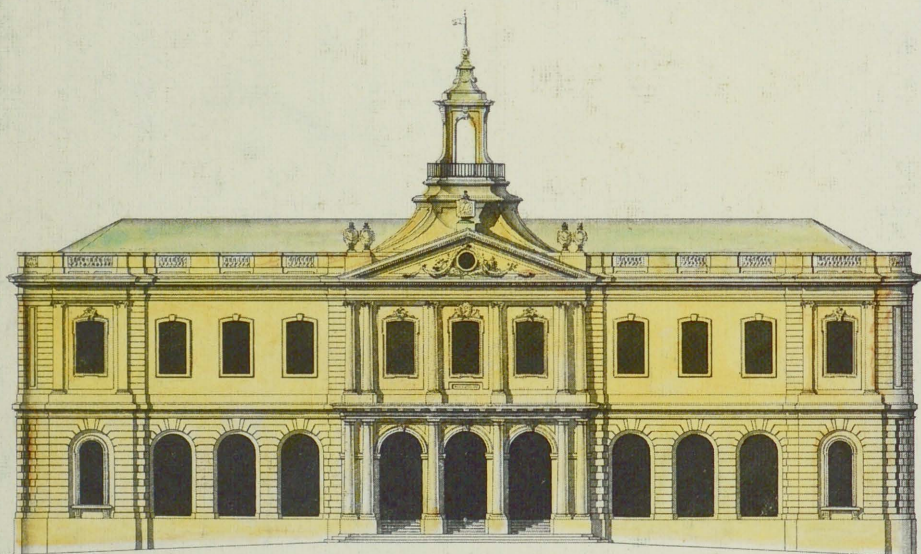


STOCKHOLMS FONDBÖRS

riskkapitalmarknad i omvandling



Vue de l'édifice principal de la Bourse de Stockholm.

Ingemund Hägg (red)
Hans Althaimer Bengt Rydén
Ragnar Boman Sven-Ivan Sundqvist
Mats Hallvarsson Gabriel Urwitz
Anders Isaksson Staffan Viotti
Lars Forssell

SNS FÖRLAG

STOCKHOLMS FONDBÖRS

STOCKHOLMS FONDBÖRS

riskkapitalmarknad i omvandling

Ingemund Hägg (red)

Hans Althaimer Bengt Rydén

Ragnar Boman Sven-Ivan Sundqvist

Mats Hallvarsson Gabriel Urwitz

Anders Isaksson Staffan Viotti

Lars Forssell

SNS FÖRLAG

SNS FÖRLAG
Sköldungagatan 2
11427 Stockholm
Telefon 08-23 25 20

SNS Studieförbundet Näringsliv och Samhälle.

(SNS – Center for Business and Policy Studies)

SNS vill sprida kunskap om ekonomiska och sociala förhållanden samt vara ett obundet forum för öppet utbyte av idéer i ekonomiska och sociala frågor mellan personer i näringsliv, politik och offentlig förvaltning, intresseorganisationer, media, universitet och högskolor

SNS verkar genom forskning och utredningar, bokutgivning, seminarier och konferenser samt möten i lokala grupper i Sverige och utlandet. Verksamheten finansieras genom medlemsavgifter, företagsabonnemang, forskningsanslag, uppdragsarvoden och bokförsäljning.

SNS är fristående i förhållande till politiska partier och intressegrupper, men har nära kontakt med universitet och högskolor samt motsvarande forskningsorganisationer i andra länder.

SNS grundades 1948 som en oberoende sammanslutning av personer i näringslivet med intresse för samhällsfrågor. Organisationen har för närvarande 4 000 individuella medlemmar i 37 lokalgrupper (varav 6 i utlandet) samt ca 120 företagsabonnenter, däribland svenska börsbolag och banker, utlandsägda och kooperativa företag samt statliga företag och myndigheter.

Ingemund Hägg (red)

Stockholms fondbörs – riskkapitalmarknad i omvandling

1:a upplagan

1:a tryckningen

ISBN 91-7150-321-8

Omslag: Finn Nyebølle

Figurer: Roy Bäckbom

© 1988 Stockholms Fondbörs och SNS Förlag

Bohusläningens Boktryckeri AB, Uddevalla, 1988

Innehåll

Utgivarens förord	7
Inledning <i>Ingemund Hägg</i>	9
Börsen och Akademien <i>Lars Forssell</i>	13
I Aktiemarknaden – spelcasino eller samhällsnyttig institution <i>Staffan Viotti och Gabriel Urwitz</i>	19
II Börsen och företagens nyemissioner <i>Hans Althaimer</i>	39
III Riskkapitalmarknadens renässans under 1980-talet <i>Ragnar Boman</i>	57
IV 1970-talet – en förberedelseperiod för 1980-talets omvälvning <i>Mats Hallvarsson</i>	79
V Börsen och börsföretagen <i>Sven-Ivan Sundqvist</i>	101
VI Livet på börsgolvet <i>Anders Isaksson</i>	115
VII Börsen och framtiden <i>Bengt Rydén</i>	129
Data om börsen och börsföretagen	133
Personregister	161
Sakregister	163
Om författarna	166

Utgivarens förord

Den svenska riskkapitalmarknaden är inne i en period av stark omvandling. Teknisk utveckling, finansiella innovationer och internationalisering präglar förändringarna. Genom marknadens breddning och ökade ekonomiska betydelse har allmänheten på ett helt annat sätt än tidigare kommit att bli berörd av dessa förändringar. Det är lätt att massmediernas ögonblicksbilder av snabba klipp och options-skandaler kommer att prägla uppfattningarna om aktiemarknad och fondbörs. Det är därför angeläget att skapa underlag för en bättre förståelse av förändringsprocesserna och deras effekter på samhället i övrigt. Stockholms fondbörs har i samband med sitt 125-årsjubileum velat bidra till att fylla påtagliga kunskapsluckor i dessa avseenden.

Inom SNS pågår sedan flera år en intensiv forskningsverksamhet kring ägarfrågorna och utvecklingen på de finansiella marknaderna. Det var därför naturligt för oss att acceptera erbjudandet från Stockholms fondbörs att sammanställa och redigera en antologi, som utifrån olika perspektiv belyser fondbörsens verksamhet.

Arbetet med boken har stötts av ett redaktionsråd vari ingått professor Erik Dahmén, direktör Lars Bertmar, börschefen Bengt Rydén, civilekonom Ragnar Boman och undertecknad, med docent Ingemund Hägg som ansvarig redaktör. Skriften vänder sig till den aktieintresserade allmänheten, till dem som i sitt arbete kommer i kontakt med aktiemarknaden, och – som bredvidläsning till dem som studerar finansiell ekonomi.

Som alltid när det gäller SNS böcker är det författarna ensamma som står för de ståndpunkter som framförs i boken.

Stockholm i maj 1988

Hans Tson Söderström
VD i SNS

Inledning

Ingemund Hägg

En vanlig uppfattning om börsen är att den är ett ställe för spel där rika personer berikar varandra ytterligare genom att köpa och sälja aktier. Börsen förknippas med klipp, bristande etik och moral. Handeln med aktier ses som något som är avskilt från det egentliga arbetet i industrin.

Enligt en annan bild är börsen en marknad där sparande slussas över till produktiv verksamhet där det också finns risker eftersom framtiden inte kan förutses. Företagens utveckling är beroende av att det finns riskvilligt kapital för att finansiera investeringar, forskning och utveckling.

I den här boken ger vi ett antal bilder av börsens uppbyggnad, roller och samspillet med andra delar av samhället – industrin, banker, stat, enskilda personer. Genom att se på börsen från olika utgångspunkter, med olika ”glasögon”, hoppas vi att läsaren skall få en klarare uppfattning om den.

Vi har här talat om ”börsen”. Vi avser den organiserade marknad och fysiska marknadsplats där handel med aktier äger rum. Närmare bestämt koncentrerar vi oss på Stockholms fondbörs som har en monopolställning i Sverige. Men vi beaktar också de marknader som vuxit upp utanför denna börs. Börser finns för varor av olika slag. Här studerar vi en fondbörs, d.v.s. en börs där det handlas med s.k. fondpapper. Vi riktar intresset huvudsakligen på aktier.

Lars Forssell inleder. Vad har han som författare och ledamot av Svenska Akademien med fondbörsen att göra? Jo, Akademien och Stockholms fondbörs är grannar i samma hus. Lars Forssell tar upp likheter och olikheter mellan Akademien och Börsen i det ode som han skrev till Svenska Akademiens 200-årsjubileum 1986.

”Spelcasino eller samhällelig institution?” är den något provocativa titeln på *Staffan Viottis och Gabriel Urwitz’* bidrag. Deras ambition är att ge en lättillgänglig och stringent introduktion till fondbörsens roll i

den svenska marknadsekonomin. De visar hur aktiemarknaden förmedlar riskvilligt kapital och hur risker kan spridas. De diskuterar vad priser (kurser) på aktier ger uttryck för. De går igenom vad effektivitet på aktiemarknaden innebär. Deras resonemang förankras i vad vi vet om verklighetens aktiemarknader. Viotti och Urwitz går också in på ägarfunktionen. Aktier ger ju inte bara rätt till avkastning om något överskott skulle uppstå utan även rätt till inflytande bland annat genom rösträtt på bolagsstämman.

Aktiemarknaden har under 1900-talet haft stor men starkt växlande betydelse för företagets finansiering. *Hans Althaimer* presenterar data om nyemissionernas omfattning som hittills inte varit sammanställda. Som bakgrund tecknar han fondbörsinstitutionens utveckling sedan starten för 125 år sedan.

De övriga kapitlen i boken behandlar tiden från slutet av 1960-talet.

Vi har haft en renässans för riskkapitalmarknaden under 1980-talet hävdar *Ragnar Boman*. Många nya bolag har introducerats på fondbörsen. Stora nyemissioner har gjorts av svenska företag utomlands. Aktieintresset och aktiehandeln har ökat kraftigt, liksom kurserna. Boman går mer ingående igenom nyemissionerna under 1980-talet. Uppkomsten av en rad delmarknader analyseras, särskilt den s.k. OTC-marknaden för medelstora familjeföretag. Han tar också upp nya slag av värdepapper – konvertibler och optioner. Avslutningsvis belyser Boman hur ”renässansen” påverkat börsföretagets ekonomi samt hur deras ägarstruktur förändrats.

Mats Hallvarsson startar i 1970-talet som han ser som en förberedelse för omvälvningarna på 1980-talet. Medan Ragnar Boman i mycket håller sig på ”statistisk” nivå går Hallvarsson in på börsens medlemmar och deras verksamhet. Han berättar om de fondkommissionärer och banker som sköter om handeln med aktier på Stockholms fondbörs. Det blir då naturligt att gå in på datoriseringen av handeln och den internationalisering som är i full gång. Han belyser också hur avregleringen på finansmarknaden berör fondbörsen. Fondbörsen som marknad för makt har aktualitet liksom etikfrågor. Det är dock svårt att säga om etiken och moralen har blivit bättre eller sämre än förr.

Maktfrågor spelar stor roll i *Sven-Ivan Sundqvists* bidrag. Med utgångspunkt från sitt arbete som börskommentator sedan början av 1970-talet visar han hur börsföretagets verkställande direktörer och styrelser blivit öppnare i sitt förhållande till fondbörsen. De för en kontinuerlig dialog med affärspressen. Detta var ovanligt i början av 1970-talet. Kraven på likabehandling av aktieägare har börjat få gensvar.

Anders Isaksson tar i sitt kapitel året 1967 som utgångspunkt. Då ingrep bankinspektionen mot flera börsombuds handel för egen räkning. Isaksson hävdar att denna ”affär” innebar att börsen från att ha

varit en exklusiv kapitalistklubb successivt blir en politiskt/byråkratiskt reglerad institution. Dåvarande börschefen och ett börsombud av den gamla stammen kommer till tals. Vi får också en inblick i hur bankinspektionens chef och Marcus Wallenberg agerade.

Slutligen skriver *Bengt Rydén* om Stockholms fondbörs och framtiden och hävdar att det går att utveckla den svenska fondbörsen till en internationellt konkurrensduglig fondbörs – om alla ställer upp för det, inte minst myndigheter och politiker.

Data om fondbörsen och börsbolagen i form av tidsserier för längre perioder återfinns längst bak i boken. Det rör sig delvis om tidigare icke sammanställd statistik. Det huvudsakliga arbetet har utförts av Ragnar Boman.

Vad kan nu boken ha gett den som läst igenom de olika kapitlen? Han/hon bör genom Viotti&Urwitz' bidrag ha fått förståelse för fondbörsens roll i samhället och genom Althaimers bidrag sett hur fondbörsen bidragit till företagens finansiering under 1900-talet. Genom Bomans bidrag bör han/hon ha fått en konkret bild av det senaste decenniets starka expansion. Hur handeln konkret går till har Hallvarssons bidrag utvecklat medan Sundqvist visat hur börsbolagen blivit öppnare i perspektivet av utvecklingen på börsen. Isakssons berättelse om enskilda börsmäklares liv för tjugo år sedan och idag har givit ett individperspektiv på börsen.

Läsaren har således fått möjlighet att betrakta fondbörsen både utifrån och inifrån, både "statistiskt" och på den enskilda aktörens nivå, både teoretiskt och empiriskt, både i dag och i historiskt perspektiv. Bokens statistiska bilaga "Data om börsen och börsföretagen" ger dessutom en värdefull sammanställning om den svenska fondbörsen som inte tidigare har gjorts.

Men – bilden av fondbörsen är inte slutgiltig och som inte minst Bengt Rydén visar är stora förändringar att vänta. Det är därför som vi i boken fokuserar på grundläggande mekanismer och utvecklingsförlopp som ger en djupare förståelse av en fondbörs och hur den fungerar.

Börsen och Akademin*

Lars Forssell



I

Jag stod vid Börshuset i solnedgången
när dagen äntligt somnad var
och öde lågo gränderna och prången
och på kung Gustavs stod sken skymningselden klar.
Just klarnade april.
Jag hörde fågeldrill
där börsmäklarnas skrin nyss överröstat sången.
Finansens unga lejon höll den stången
med rop om baisse och hausse,

felklippta klipp och klipp som gått i lås,
de unga lejons vilda symbios
men nu låg Lejonbacken tyst och still . . .
På Skeppsbron nedanför
gled gles trafiken.
Gatumusiken
från Västerlånggatan andades fjärranmjukt
och blandades,
guitarr och mandolin,
till en balsamisk läkedryck mot allt som stör
och allt i samhällets och stadens hjärta
som är så illa sjukt
och sakta dör
som kvällsskymningens karmosin
i nattens svärta.
Jag stod vid Börshuset vid aftonsången
och tänkte på en tid som är förgången.

II

Jag tänkte under solens purpurljus:
Börsen och Akademin befolkar samma hus
och det är kanske ett symboliskt grannskap
(inte så mycket på det pengaskrin
Börsen förvaltar åt Akademin)
men att, liksom det skuttar upp och ned på Börsen,
så finns det sannerligen berg och dalar
i litteraturens landskap.
Vad man betalar
för A- och B-aktier bestäms av aktiekursen
men vem bestämmer kursen på den ocean
som stormar under världens företag,
kommersiella eller litterära?
Är det det nominella värdet, ryktet – eller fan?
Jag tror det mest är fan utan att svära.
Det finns en högre eller lägre obeständig lag
som skickar somliga rakt in i evigheten
och andra till Inferno intill Domens dag
då de vips uppstår gudalikt igen
medan de gamla gudarna i Himmelen –
simsalabimbo! –
dråsar som fallfrukt ner i Glömskans limbo.
Kritikens stjärna har två namn: Venus och Lucifer.
Du uppstiger ur havet eller kastas i ett kärr.

III

När det blev känt
att franska folket hade hört talas om
kanske 2–3 procent
av dem som i tre sekler tronat i
Frankrikes fyrtiohövdade akademi
sade dess sekreterare försynt och undergivet:
Odödlig är man bara när man är i livet . . .
Jag ser i drömmen
Akademien tulta eller springa uppför Lejonbacken
och somliga är ädla skuggor, vördnadsvärda fäder
i denna smala strömmen
och andra *bara* skuggor, myror på väg till stacken
som trotsat regn och torka, vår- och vinterväder.
Idag har den två hundra år på nacken.
Jag ser hur Kellgren krokas arm med skalden Blom.
(Vem vet idag ett dyft om skalden Blom?)
Oblidkelig och grym är eftervärldens dom.
Fastän den trådslitits av många byxbak
har många akademisk stol stått tom.
Utplånade namn, förklungen storhet, slocknade
kometer
blandas urskillningslöst med lysande planeter.
Två hundra år förgår
och om vår värld består
vet kanske ingen längre vad vi heter.

IV

En jubileumskväll som denna –
vem tänker inte på
alla de snillen på nittonde stolen
som aldrig fick en plats i denna solen
som lyser ömsom på Parnassens alp
och ömsom i Gehenna
(en mycket opålitlig stjärna, alltså, i astrologin).
Kort sagt: på dem som aldrig valdes till Akademien,
en Bellman, Lenngren, Almqvist, Strindberg,
Fröding,
Hjalmar Bergman, Nils Ferlin.
Nog är det så
att ni kan sitta lugnare i evigheten
än vi som är den *valda* menigheten –
Ni är odödliga ändå!

Akademins belackare talar mera om er
som inte suttit här
än dem som faktiskt suttit här.
Belackarna har ofta rätt men när de stolt vänder sin
röv
mot denna krets glömmar de bort Tegnér,
Rydberg och Geijer, Lager- och Ekelöf!
Ni dundrar högljutt mot Carl David af Wirsén
men tiger still om Erik Lindegren . . .

V

”Blott barbariet var en gång fosterländskt.”
Det svenska språkets Pegasus stegrar sig vrenskt
men sjunker hjälplös ner
i ett moras av språkligt barbari
så nu är barbariet åter svenskt, Tegnér!
”Var ängel är förfärlig.” Så sjöng Rilke.
Inte visste han
men det vet vi:
Förfärligast av Änglar heter Engelskan,
det svenska vardagsrummets spöklikt fladdrande
tyrann
som lagt vårt modersmål under sitt grymma tyranni –
Vad skall den kallas,
den rotväliska vars fader heter Dynasti
och moder Dallas?
I den platonska grottan
– enligt antik filosofi –
sågs blott en tovig gammal get så fjärran urbilden av
geten
och blott ett suddigt återsken av verkligheten
och inte livets liv och verklighetens kärna . . .
Televisionen är det bleka skenet och den kvava
grottan
(liksom en världsomspännande triumf för
medelmåttan).
Likgiltigheten, medelmåttigheten
är tidens kalla stjärna.
Skall småningom över litteraturens lik
kliva en välbetald, förmäten dagsjournalistik?
Nog får man ligga som man bäddar.
Vilket trams
som sväller över alla bräddar,

en grå och kletig kams,
 som ur den minnesvärda grytan i
 "Ådalens poesi"!

Vad båtar då en svensk akademi?
 Över Kung Gustafs dagar låg ett skimmer,
 sjöng han en gång.

Över Carl Gustafs skockas täta dimmor
 av avgaser och koloxid.

Vår tid är snart en tid då icke fan har tid
 att lyssna till en sång.

Det är som navet brustit, hjulet skevar.
 Den välter, tidens vagn, och människorna trevar
 sig fram i fimbulmörkret över vägen.

Finns det en Gud så nog är Han förtegen.
 Vårt liv, har någon sagt, är spegelskärvor
 som blir till idel nya skärvor brutna
 i Kosmos' spegelkvarn.

Det är en fattig framtid som vi ärver,
 vi och våra barn,
 och inte rikedomarna i det förflutna!

VI

Jag stod vid Börshuset i solnedgången
 då kedjefången

i ljusets fjättrar, Nattens Drottning, bröt sig loss,
 mörk, vacker, hotande, en trollflöjts ton,
 mystisk och underbar,
 ett gåtfullt svar –

och ändå som vår syster, en av oss,
 en sierska, en trösterska i tron
 på framtiden fast ödets dräng har visat
 med handen, utan ord

i skenet av en blixtn från en pistol
 att staden som vi prisat
 som fredens säte också är den stad
 där hanen gol,
 en plats för mord –

och inte på en operamaskerad
 där grundaren av den akademi
 som jag besjungit här
 en gång blev fälld av rostigt dödligt splitter
 men i ett gathörn vid en vanlig gata,
 en människa som vi

som det stod fritt att älska, fritt att hata
där han gick hem med någon han höll kär.
Vårt liv är slump och dröm och Strömmens glitter
och ömsom tordön, ömsom fågelkvitter.

VII

”Jag stod på stranden under kungaborgen
när dagens oro äntligt somnad var”
och vårens glädje blandades med sorgen
och i skymningsglöden,
stockholmskt underbar
ser jag hur svävande
de dödas andar dansar med de levande
men det är inte Döden
som anger tonen
och dröjer kvar –
nej det är sagan och legenden, sägnen och
traditionen
som dansar trotsigt, som på trots finns till . . .
De är vår grogrund och vår mylla,
de döda och de levande i par om par
och de är dem vi främst är här att hylla
– säg vad ni vill –
en afton i den klarnande april.

* Ode i gammal stil till Svenska Akademiens 200-årsjubileum ur *Tal och texter 4–5 april 1986*, Norstedts.

I

Aktiemarknaden – spelcasino eller samhällsnyttig institution

Staffan Viotti och Gabriel Urwitz*

Aktiemarknaden anses spela en central roll i en marknadsekonomi. Detta återspeglas både i den uppmärksamhet som aktiemarknaden får via nyhetsflödet i massmedierna och den allmänna debatten om ekonomiska frågor och i det stora antalet akademiska studier som ägnats empiriska och teoretiska aktiemarknadsproblem. Det finns många orsaker till detta intresse. Vi skall i detta kapitel göra en genomgång av aktiemarknadens olika uppgifter och därvid knyta an till viktiga bidrag från forskningens område. Den ekonomiska forskningen har på senare år åstadkommit arbeten av både teoretisk och empirisk karaktär som starkt påverkat vår kunskap och uppfattning om kapitalmarknaden i allmänhet och aktiemarknaden i synnerhet. Den gren av den ekonomiska vetenskapen som med anglo-saxisk terminologi kallas "finance" har på cirka 25 år utvecklats från ett tumregelbaserat studium av företagens finansieringsproblem till en oerhört mångfasetterad analys av kapitalmarknaderna och därmed också av marknadsekonomins fundament. I denna process har studier av aktiemarknaden hela tiden varit något av en primus motor.

Vad är det då vi menar med aktiemarknaden? Rent allmänt är det naturligtvis fråga om den marknad (de marknader) där man handlar med aktier, d.v.s. kontrakt, vars innehav innebär en rätt till andelar av eventuella överskott i aktiebolag. Många aktier omsätts emellertid

* Författarna är tacksamma för synpunkter från Lars Hörngren, Ragnar Lindgren, deltagarna i Högre seminariet i finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm samt från en referensgrupp på SNS.

sällan eller aldrig på marknaden och får inga regelbundna prisnoteringar. Det man närmast tänker på när man talar om aktiemarknaden är den *organiserade* marknaden för andrahandshandel med aktier. Men även här finns det distinktioner att göra. Skall man inkludera endast den del av marknaden, där handel sker genom dagligt auktionsförfarande på geografiskt definierade marknadsplatser ("börser")? Eller skall man också inkludera OTC ("over the counter")-marknaden, där handeln visserligen sker i organiserade former men inte kan associeras till en viss marknadsplats? I princip är vi intresserade av alla former av handel med aktier. Det är dock endast den organiserade handeln, och då främst börshandeln, som sker på ett sådant sätt att det genereras information i form av regelbundna och någorlunda tillförlitliga prisnoteringar. Den goda tillgången på sådana data är en viktig orsak till att aktiemarknaden är intressant att studera.

Man kan också notera att en aktiebörs (och även ett OTC-system) består av ett stort antal delmarknader, en för varje värdepapper som handlas. Data i form av prisnoteringar, omsättning etc. genereras och lagras på mikronivå, men också via olika former av index på makronivå.

Aktiemarknadens funktioner

Aktiemarknadens mest grundläggande uppgift anses vanligen vara att förmedla riskvilligt kapital. Den är därmed en del av kapitalmarknaden, som är det sammanfattande begreppet för alla marknader och institutioner som bidrar till att slussa sparande från över- till underskottssektorer och ger möjligheter att hantera de risker som finns i ekonomin. Verksamheterna på kapitalmarknaden innefattar således allt från handel på välfungerande masspappersmarknader, typ aktiebörser, till banklån eller pensionsförsäkringar.

I en värld utan osäkerhet skulle allokering av sparande vara den enda intressanta uppgiften för kapitalmarknaden. Överskottssparande slussas via kapitalmarknaden, dels till dem som behöver medel för att genomföra investeringar i realkapital, dels till dem som av olika anledningar anser sig vilja konsumera mera än vad dagens inkomster tillåter (med en motsvarande minskning av konsumtionen i framtiden). Aktiemarknaden skulle vara en av de vägar, via vilka sparmedel slussades till företagen. Aktier skulle emellertid i en värld utan osäkerhet inte skilja sig nämnvärt från andra alternativ för företagsfinansiering som obligationer, banklån etc. Marknaden skulle kräva samma avkastning på alla dessa alternativ. Marknader för *nyemitterade* aktier skulle vara den intressanta, eftersom det är den som tillför företagen nytt kapital. Andrahandsmarknaden för aktier skulle inte ha någon speciell funktion att fylla.



Aktiemarknaden liknas ibland vid ett casino, men skillnaden är att casinots risker helt försvinner när det stängs medan aktiemarknadens risker lever kvar oavsett vad som händer med börsen.

Det är först när behoven av riskhantering i ekonomin beaktas som aktiemarknadens speciella roll blir uppenbar. Man kan betrakta en aktie som en fordran på det företag, som emitterat aktien. Denna fordran är betingad i så måtto, att dess avkastning beror på vad som händer med företagets kassaflöden i framtiden. Aktieägarna får ju del av eventuella överskott först sedan övriga fordringsägare fått sitt. Över huvud taget kan man se i stort sett alla instrument som man handlar med på kapitalmarknaden som fordringar vars avkastning är betingad av framtida osäkra händelser. Om det finns möjlighet till handel med ett stort antal sådana instrument på väl fungerande masspappersmarknader skapas också förutsättningar för en smidig riskhantering, utöver vad som eventuellt erbjuds av de institutioner man i första hand tänker på när det gäller riskhantering, t.ex. försäkringsbolag. Konstruktionen av aktien som legalt dokument har spelat stor roll för att underlätta finansieringen av riskfyllda projekt. Genom det begränsade ansvar som följer med aktien riskerar aktieägaren endast sitt insatta kapital, inte sin övriga förmögenhet. Framväxten av en aktiemarknad, framför allt för andrahandshandel, har gjort det möjligt för placerare att utan stora kostnader förändra sina värdepappersinnehav och därmed sin risksituation.

Det är viktigt att inse att den risk som hanteras på aktiemarknaden är genuin och inte skapad av marknadsaktörerna. Det förekommer att aktiemarknaden liknas vid ett casino med spekulatation och spel som huvudsakliga inslag. Visst kan aktiemarknadens aktörer i en del fall sägas vara samma andas barn som casinospelaren, men den väsentliga skillnaden är att medan casinots risker helt försvinner när det stängs lever aktiemarknadens risker kvar oavsett vad som händer med börser. Aktiemarknaden kan till och med bidra till att till låga kostnader eliminera en del av den totala risk som karakteriserar företagets kassaflöden. Om det är möjligt för placerare (stora som små) att hålla ett stort antal olika aktier (eller andra värdepapper) kan dessa genom lämplig diversifiering eliminera den risk, som är helt och hållet förknippad med det enskilda företaget. Denna risk, som brukar kallas osystematisk eller företagsspecifik, är det viktigt att skilja från den risk hos en enskild aktie som är förknippad med variationer i marknaden som helhet. Den risken brukar kallas systematisk risk eller makrorisk och kan ej diversifieras bort. Enda sättet för en placerare att minska denna typ av risk är att finna någon på marknaden som mot ersättning är villig att ta över risken. Ett ofta använt mått på den systematiska risken hos en enskild aktie är det berömda beta, som anger en akties grad av samvariation med (aktie)marknaden som helhet.¹

Aktiemarknaden kan således karakteriseras som en marknad som förser företagen med riskvilligt kapital (via nyemissioner) och ger möjligheter till riskspridning och riskomfördelning. Den är emellertid knappast unik när det gäller dessa funktioner. Det finns andra alternativ som banklån och obligationsemissioner för företagsfinansiering (även om aktien kan sägas vara det för finansiären mest riskfyllda alternativet). När det gäller riskhantering finns det ett antal alternativa, eller kompletterande, instrument, bland annat de s.k. *derivatinstrumenten* (optioner och terminer), vars huvudsakliga uppgift är just att bidra till en smidigare riskhantering.

I ett avseende är dock aktiemarknaden unik. Innehav av aktier är också förknippade med en rätt (som kan variera i styrka) att rösta på bolagets stämma. Det är främst denna rösträtt som gör att aktier till skillnad från andra fordringar på företaget förknippas med ägande. De flesta aktieägare kanske aldrig utnyttjar sig av denna rätt utan markerar i stället eventuellt missnöje med företaget genom att sälja ut sina innehav ("rösta med fötterna"). Men det är genom att skaffa sig så stora aktieinnehav att bolagsstämman kan kontrolleras som en

¹ För en närmare presentation av betamåttet samt av den teori för prisbildningen på kapitaltillgångar, den s.k. CAPM, som kan sägas ha lanserat beta som riskmått och som i mycket varit utgångspunkt för teoriutvecklingen på det finansiella området, se Elton och Gruber (1986) eller Brealey och Myers (1986).

aktieägare eller en grupp av aktieägare kan påverka företagets skötsel och investeringsinriktning.

För att aktiemarknaden skall fungera på ett effektivt sätt när det gäller att allokera sparande och fördela risker krävs att det finns regelbundna prisnoteringar på marknaden som kan vägleda olika beslutsfattare. Regelbundenheten kan åstadkommas genom att marknaden organiseras så att det går att köpa och sälja kontinuerligt utan alltför stora transaktionskostnader. Aktiebörserna runtom i världen är institutioner som ser till att aktiehandeln sker i ordnade former och med små transaktionskostnader.¹

Regelbundna prisnoteringar är i sig ingen garanti för att marknaden via priserna ger värdefull information till beslutsfattarna. Men om så vore fallet skulle uppenbarligen aktiemarknaden fullgöra synnerligen viktiga samhällsekonomiska funktioner. Dessa gäller på mikronivån värderingen av enskilda aktier (eller om man så vill av de underliggande företagets vinstpotential nu och i framtiden) och på makronivån bedömningen av framtidsutsikterna för näringslivet som helhet.

Att skapa ett "system" för en rättvisande värdering av enskilda företag är naturligtvis en oerhört central uppgift för en marknadsekonomi. Över huvud taget har marknadernas roll som bearbetare och förmedlare av komplex information alltmer kommit att betonas i de senaste årens forskning. Att fånga upp något så komplicerat som ett företags framtida kassaflöden och sammanfatta dem i en enda siffra verkar vara en omöjlig uppgift. Ändå är detta något som aktiemarknaden gör dagligen genom sina prisnoteringar. En fundamental fråga som den ekonomiska vetenskapen ägnat stor uppmärksamhet är i vilken utsträckning priserna i fungerande marknadssystem verkligen ger rättvisande signaler om hur knappa resurser skall utnyttjas. Denna fråga berör naturligtvis alla delar av marknadsekonomin, men aktiemarknaden är speciellt intressant av två skäl. För det *första* kommer, som påpekats, en väl fungerande aktiemarknad mycket nära den idealt fungerande marknaden, där priset ständigt och utan stora kostnader anpassar sig till ändrade utbuds- och efterfrågeförhållanden. Visserligen finns det andra marknader som också drivs som börsmarknader, främst ett antal andra kapitalmarknader (penning- och obligationsmarknader, options- och terminsmarknader etc.). Men i stort sett dominerar i övrigt marknadsformer som ligger långt från den idealt fungerande marknaden. På varu- och arbetsmarknaderna sker exempelvis prisbildningen normalt på helt andra sätt.

För det *andra* skulle aktiepriserna, om det kunde visas att de gav

¹ Visserligen anser många att olika former av monopol eller andra institutionella begränsningar har gjort aktiebörserna mindre effektiva än t.ex. options- och terminsmarknaderna. Men jämfört med andra marknader som varu- och arbetsmarknaderna fungerar aktiemarknaden betydligt mera likt idealbilden av en marknad.

korrekta informationssignaler, på ett lättillgängligt sätt sammanfatta en mängd information som är av fundamental betydelse i en marknadsekonomi. Priserna skulle återspegla marknadens samlade bedömning av företagens skötsel och skulle vara det naturliga underlaget vid diskussioner av fusioner och företagsköp. Aktiemarknaden skulle också ge nödvändig information för nyemissioner, d.v.s. nytillskott av riskkapital, till marknaden, och därmed påverka vilka företag som expanderar och vilka som stagnerar. Det är alltså för näringslivets utveckling synnerligen viktiga beslut som skulle kunna hämta avgörande informationsunderlag från aktiemarknaden, om man kunde visa att denna via aktiekurserna bättre än någonting annat sammanfattar all tillgänglig relevant information. Mycket av modern aktiemarknadsforskning sysslar med frågan under vilka villkor aktiepriserna är så effektiva informationsbearbetare att ingen kompletterande information någonstans i ekonomin kan påverka aktiens värdering. Ett stort antal empiriska undersökningar har också gjorts i syfte att mäta aktiemarknadens förmåga att bearbeta information.

Om aktiemarknaden generellt kan visas ha en sådan informationskapacitet, har detta också intressanta konsekvenser på makroplanet. Om priserna på enskilda aktier sammanfattar marknadsaktörernas framtidsbedömningar bättre än någon enskild finansanalytiker följer av detta att olika former av index t.ex. för branschen eller hela aktiemarknaden, ger värdefullt underlag för prognoser av konjunk-



Aktiemarknaden fungerar som en ledande indikator.

turutvecklingen. Med andra ord skulle aktiemarknaden fungera som en *ledande indikator* (leading indicator), som rätt tolkad skulle ge bättre prognoser på makronivå än enskilda prognosinstitut.

Det har således betydande samhällsekonomiska konsekvenser om man kan visa att aktiemarknaden besitter en sådan stor informationsbearbetningskapacitet. Vi skall därför i de följande avsnitten göra en genomgång av den litteratur som behandlar frågor kring aktiemarknadens informationseffektivitet. Det är en stor och snabbt växande litteratur som innehåller såväl empiriska studier som teoretiska bidrag, varav en del är av en sådan fundamental karaktär att de kan sägas påverka hela vår syn på marknadssystemet.

Aktiemarknadens informationseffektivitet

Studiet av aktiemarknadens förmåga till informationsbearbetning har en förhållandevis lång historia. På 1950-talet började statistiker på allvar studera tidsserier över aktiekursernas utveckling. De påpekade att de mönster som observerades och tycktes indikera något slags inneboende systematik i aktiekursernas rörelse mycket väl kunde vara det kumulerade resultatet av ett stort antal sinsemellan helt oberoende slumpmässiga störningar. Man kunde alltså inte utesluta att aktiekurserna följde en s.k. *random walk*. Morgondagens aktiepris skulle vara lika med dagens pris plus en ren slumpfaktor.

Delvis var dessa studier en reaktion mot den (även idag) vitt utbredda s.k. *tekniska analysen*. Denna går ut på att genom ett noggrant studium av aktiekursernas historiska utveckling försöka finna mönster som sedan kan utnyttjas för att göra systematiska vinster genom att köpa och sälja vid "rätt" tidpunkt. Om aktiekurserna verkligen följde en "random walk" vore alla försök att tjäna pengar genom teknisk analys meningslösa. Inga av de mönster som tycks framträda vid besiktning av faktiska prisnoteringar vore möjliga att genomskåda i förväg, och därmed skulle sökandet efter enkla (eller komplicerade) tumregler för köp- och säljbeteende vara meningslöst.

Det kan tyckas märkligt att denna i och för sig ganska enkla observation från statistikernas sida inte gjorts tidigare vid analyser av aktiemarknadens beteende. Men som vi påpekat började inte det vetenskapliga studiet av finansiella marknader och instrument komma igång på allvar förrän på 50-talet. Det är nog ingen överdrift att påstå att debatten om aktiemarknaden fram till denna tid mer byggde på tro än vetande. När forskningen på det finansiella området började, blev en viktig uppgift att reda ut vad statistikernas observationer kunde innebära för aktiemarknaden. Det gällde dels att göra mer systematiska empiriska studier för att undersöka relevansen i "random walk"-hypotesen, dels att utveckla teorier som kunde förklara varför aktiemarknaden skulle bete sig på detta sätt.

Det första viktiga bidraget på det senare området är en artikel av Samuelson med titeln "Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly" (Samuelson 1965). I denna visas att priserna på kapitaltillgångar, typ aktier, kommer att bete sig som om de följde en "random walk" förutsatt att marknaden på ett effektivt sätt utnyttjar tillgänglig information. Aktiepriset på en rationellt fungerande marknad bör återspegla marknadsaktörernas prognoser av framtida utdelningsströmmar och diskonteringsräntor. När ny information framkommer som är relevant för prognoserna revideras dessa, vilket omedelbart återspeglas i aktiepriserna. Men med ny information menas *genuint* ny information, d.v.s. händelser som inte på något sätt kunnat förutsägas tidigare. Hade detta varit möjligt, hade dessa redan påverkat aktiepriserna på en marknad som förmår att effektivt hantera ny information. Ett exempel är en bokslutskommuniké, som visar på en resultatförbättring, men som en tid föregåtts av entydig ryktesspridning om förbättrat resultat. Den information som marknaden tillförs vid tiden för bokslutskommunikén är alltså inte helt ny eller oberoende av tidigare information. Det enda som borde påverka marknadspriserna är i vilken utsträckning bokslutskommunikén är mer eller mindre positiv än vad den tidigare ryktesspridningen givit anledning att vänta.

Det betyder att genuint ny information tillförs marknaden i form av händelser som inträffar helt slumpmässigt och oberoende av varandra. Om prisutvecklingen återspeglar hur prognoserna av fundamentala variabler revideras, kommer de att följa en "random walk". Samuelsons bidrag visar således att det som ett studium av tidsserier över aktiepriser tycks antyda har en rimlig ekonomisk-teoretisk förklaring förutsatt att marknaderna uppfyller vissa krav på effektiv informationsbearbetning. Denna fokusering på informationsaspekter är ännu tydligare i det bidrag av Fama (1970) som kan sägas lägga grunden för den empiriska forskningen om marknadernas informationsbearbetningsförmåga.

Fama introducerade begreppet marknadseffektivitet, *market efficiency*. En marknad är enligt Famas terminologi effektiv om priserna alltid återspeglar all tillgänglig relevant information.¹

Denna definition av marknadseffektivitet är i sig för allmänt hållen för att empiriska provningar skall kunna göras. Vad Fama försökte göra var att precisera hypotesen om marknadseffektivitet tillräckligt för att möjliggöra empiriska test. Det första steget i denna precise-

¹ Man bör notera att Famas effektivitetsbegrepp väsentligt skiljer sig från det effektivitetsbegrepp ekonomer vanligen använder, nämligen Paretoeffektivitet. Effektivitet i Paretos mening innebär att resursfördelningen är sådan att ingen omallokering av resurser kan ske så att någon får det bättre utan att någon annan får det sämre. Effektivitet i Famas mening är ett betydligt snävare begrepp, och berör endast marknadens informationsbearbetningskapacitet.

ringsprocess innebar att Fama specificerade den informationsmängd som marknaden antogs kunna bearbeta. Detta ledde till den flitigt utnyttjade klassificeringen av marknadseffektivitet, *weak-form*, *semi-strong form* respektive *strong-form efficiency*. Eller med svensk terminologi effektivitet i *svag*, *halvstark* respektive *stark form*.

Vid test av effektivitet i svag form begränsas informationsmängden till tidigare prisnoteringar. På en marknad som är effektiv i denna mening skulle det vara omöjligt att göra systematiska vinster genom olika former av mekaniska köp- och säljregler,¹ relaterade till tidigare prisutveckling.

Vore detta möjligt skulle marknaden inte ha bearbetat denna information tillräckligt väl. En marknad är effektiv i halvstark form om *all offentligt tillgänglig* information återspeglas i priserna. Det betyder att det inte skall vara möjligt att systematiskt "slå marknaden" genom att bearbeta information som finns tillgänglig via bokslutskommunikéer, affärstidningar etc. Finansanalytiker skall inte kunna bidra med place-ringsstrategier som ger systematiskt högre (riskjusterad) avkastning än en marknadsindexportfölj, åtminstone inte om man tar hänsyn till kostnaderna för deras arbetsinsatser, och om man inte kan misstänka att de genom sin verksamhet får tillgång till exklusiv, för andra icke tillgänglig information.

Effektivitet i stark form, slutligen, innebär med Famas definition att *all* relevant information är bearbetad av marknaden och återspeglas i marknadspriserna. I informationsmängden inkluderas således även "insider"-information. Den speciella information som ett företags verkställande ledning och styrelse kan tänkas ha om exempelvis utvecklingen av en ny produkt eller planer på samgående med ett annat företag skall på något sätt vara uppfångad av marknaden och inkorporeras i aktiepriset.

Famas berömda klassificering har varit utgångspunkten för en stor mängd empiriska studier. Två saker gäller i stort sett för alla dessa studier. De leder för det första sällan fram till något förkastande av hypotesen om effektivitet. För det andra – och denna punkt hänger egentligen samman med den första – är de tämligen vaga vad gäller preciseringar av den modell för prisbildningen på aktier, eller finansiella tillgångar i allmänhet, som är ett nödvändigt inslag vid test av marknadseffektivitet. Förutom informationsmängden måste man också ha en hypotes om hur prisbildningen går till för att verkligen kunna testa marknadseffektivitet. Det betyder i sin tur att alla test är *sammansatta (joint) test* av marknadseffektivitet och prisbildningsmodellen.

¹ Ett enkelt exempel på en sådan köp- och säljregel, s.k. "filterregel", är följande: Köp när aktien har gått upp x procent och sälj när den gått ned x procent.

Trots problemet med den sammansatta hypotesen verkar de empiriska studierna totalt sett ge en bild, som talar för att aktiemarknaden har en hög informationsbearbetningskapacitet.

Studierna av den amerikanska aktiemarknaden dominerar helt både vad gäller kvalitet och kvantitet, men på senare år har andra länders aktiemarknader börjat bli mera noggrant undersökta. Nyligen har en studie av den svenska aktiemarknaden publicerats, som i stort sett tycks bekräfta den amerikanska bilden.¹

De empiriska studierna kan delas upp i tre kategorier. Den *första* tar tidigare prisnoteringar som utgångspunkt och undersöker om det går att spåra mekaniska placeringsregler som ger systematiska vinster utöver vad en enkel passiv strategi i form av en väl diversifierad men oförändrad portfölj kan ge. Det är alltså fråga om test av marknadseffektivitet i dess svaga form. Resultaten är tämligen entydiga. Möjligheterna för chartister, eller för den delen sofistikerade tidsserieanalytiker, att tjäna pengar på att utnyttja eventuella systematiska regelbundenheter på aktiemarknaden är mycket små, speciellt med hänsyn till de transaktionskostnader som en aktiv placeringsstrategi, t.ex. i form av olika filterregler, d.v.s. köp- och säljregler av den typ vi tidigare omnämnt, för med sig. Även om det regelbundet publiceras artiklar som antyder nya s.k. anomalier, d.v.s. regelbundenheter i aktiekursernas tidsserier som borde kunna ligga till grund för vinstgivande strategier, visar det sig i allmänhet att de knappast går att utnyttja i vinstsyfte.

Den *andra* kategorien av empiriska studier undersöker om aktiemarknaden reagerar "korrekt" på olika former av allmänt tillgänglig information rörande framför allt resultatredovisning och annan rapportering om företaget. Undersökningarna görs huvudsakligen i form av s.k. *event studies*, där man mäter aktiemarknadens reaktion på olika händelser, vars konsekvenser för underliggande fundamentala värden, d.v.s. främst framtida kassaflöden, man anser vara någorlunda entydiga. Ett exempel är en förändring av ett företags redovisningsprinciper som innebär att redovisade vinster ökar utan att kassaflödena påverkas.²

En marknad som är effektiv i halvstark form bearbetar sådan information direkt och inser att den inte bör påverka kurserna. Även dessa

¹ Se Claesson (1987). De Ridder (1987) är en annan nyligen publicerad studie, som undersöker den svenska aktiemarknadens effektivitet. Tidigare studier är Jennergren (1975), och Forsgårdh och Herten (1975). Speciellt Jennergrens studier fick viss internationell uppmärksamhet därför att de påvisade ineffektivitet på den svenska aktiemarknaden. En förklaring till detta var enligt Jennergren den svenska marknadens litenhet. Idag borde detta knappast vara något problem efter den expansion som skett på 80-talet.

² Det kan vara fråga om ändringar i avskrivningsreglerna, som är neutrala från skattesynpunkt.

”event studies” tycks ge en ganska entydig bild av en aktiemarknad, vars informationsbearbetningsförmåga är förvånansvärt god.

Den tredje kategorin empiriska studier som utförts i stor skala framför allt i USA men även i många andra länder är undersökningar av professionella placerares förmåga att systematiskt åstadkomma en (riskjusterad) portföljavgkastning som överträffar marknaden. I en klassisk studie gör Jensen (1968) en utvärdering av ett antal stora aktiefonder, *mutual funds*. Han konstaterar att professionella placerare som förvaltat aktiefondernas portföljer knappast kan sägas ha åstadkommit ett bättre resultat än vad en enskild placerare kunde uppnått med en väldiversifierad portfölj. Jensens studie väckte stark reaktion, speciellt från de högbetalda fondförvaltare, som ansetts ha en närmast clairvoyant förmåga att välja rätt papper. Den har sedan följts av ett otal liknande studier. Även om bilden inte är lika entydig som Jensens ursprungliga studie ville göra gällande, tycks ändå den allmänna slutsatsen vara att det är svårt att finna aktiefonder som konsekvent och under lång tid överträffar marknaden med sina placeringar – även om sådana tendenser ibland kan spåras, verkar de försvinna när hänsyn tagits till fondernas kostnader för förvaltning och administration. Dessa studier kan alltså tolkas som ytterligare stöd för hypotesen att aktiemarknaden är effektiv i halvstark form¹

Totalintrycket från en genomgång av empiriska test av marknads-effektivitet enligt Famas ansats är att det verkar svårt att finna tydliga bevis för att aktiemarknaden *inte* bearbetar tillgänglig information på ett rationellt sätt. Ger då dessa studier tillräckligt underlag för att man skall kunna *acceptera* hypotesen om att aktiepriserna i sig sammanfattar all relevant information om underliggande fundamentala värden? Om så vore fallet skulle detta ha intressanta konsekvenser både på mikro- och makronivå. Aktiepriserna skulle, både enskilt och aggregerat i form av olika index, utgöra ett synnerligen värdefullt underlag för en mängd viktiga ekonomiska beslut.

Är verkligen aktiemarknaden effektiv?

Det finns dock ett antal problem som måste behandlas innan sådana långtgående slutsatser kan dras. För det *första* har de famainspirerade testerna vi just redogjort för kritiserats för att de statistiska testmetoderna har för dålig förmåga att förkasta en hypotes som är falsk. Med statistisk terminologi har de låg *power*. I en kritisk artikel visar Sum-

¹ Ibland uppfattas studier av Jensens typ som stöd för hypotesen om effektivitet i stark form. Även om det knappast finns skäl att närmare diskutera om Famas i och för sig ganska vaga definitioner, är det väl ändå klart att förvaltare av aktiefonder normalt endast har tillgång till information som också är tillgänglig, om än svår-bearbetad, för en bredare allmänhet.

mers (1986) i ett fall att det skulle behövas data från 5000 år (!) för att ha 50 procents chans att förkasta hypotesen om marknadseffektivitet, även om avvikelserna från "effektiva" priser de facto var mer än 30 procent. Dessutom har man ofta en känsla av att de forskare som gjort empiriska studier av marknadseffektivitet a priori antar att marknaderna är effektiva, och att detta i någon mån färgar deras tolkning av de framkomna resultaten.

För det *andra* har det under senare år genomförts undersökningar av marknadseffektivitet, med en något annorlunda utgångspunkt och vars resultat snarast verkar tyda på att prisbildningen på aktiemarknaden inte överensstämmer med vad som skulle svara mot ett rationellt beteende. Utgångspunkten för de s.k. *volatilitetstesten* är den för lekmannen till synes självklara observationen att aktiemarknaden – enskilda aktier såväl som hela marknaden – dels verkar överreagera på ny information, dels tenderar att hamna i utdragna upp- eller nedgångsperioder (spekulationsvågor), där sambandet med underliggande värden tycks gå förlorat. Även akademiska ekonomer har ofta gett uttryck för sådana uppfattningar om aktiemarknadens beteende. Keynes beskriver aktiemarknaden som en tummelplats för aktörer, som mer styrs av tillfälliga nyckar och spekulationer om andra aktörers eventuella beteende än av analyser av underliggande värden. Beteendevetare har på senare år intresserat sig för aktiemarknadens spekulationsvågor och försökt analysera dem som masspsykologiska fenomen.

Det är dock lättare sagt än gjort att i vetenskaplig mening visa att aktiekurserna regelbundet avviker signifikant från "rimliga" värden. Ett försök att åstadkomma detta är just de nyss nämnda volatilitetstesterna. I ett par artiklar från början av 1980-talet hävdade några amerikanska ekonomer (Shiller 1981 och LeRoy och Porter 1981) att aktiepriserna på den amerikanska börsen varierade för kraftigt för att marknaden skulle kunna vara effektiv. Reaktionen blev genast stark i den akademiska världen och ett stort antal artiklar har publicerats där både de teoretiska fundamenten och den statistiska metodiken i undersökningarna ifrågasatts.

Trots detta måste man nog säga att frågan om aktieprisernas (och priserna på kapitaltillgångar i allmänhet) överdrivna variabilitet på intet sätt är slutgiltigt löst. Över huvud taget kan man säga att diskussionen kring volatilitetstester riktar fokus mot en mycket problematisk punkt hos Fama. Dessa tester förutsätter att marknadens aktörer kan symboliseras med den representative placeraren som har tillgång till marknadens totala information. Ny, för aktiepriserna relevant, information bearbetas av den representative placeraren och återspeglas på en effektiv marknad direkt i priserna. I denna modell finns således inga skillnader i informationsmängd eller informationsbearbetningsförmåga mellan olika aktörer. Alla aktörer utgår vid sina beslut från

ungefär samma information. Det betyder att flertalet av de faktorer som bör ligga bakom överreaktioner och spekulationsvågor inte kan analyseras inom ramen för den konventionella modellen. Ihållande avvikelser från underliggande värden kan i och för sig tänkas uppkomma i en ekonomi med rationella aktörer med likartad information i form av s.k. spekulationsbubblor, där priserna fortsätter att stiga därför att alla väntar sig detta. Men överreaktioner och mera kortvariga spekulationsvågor låter sig i en värld med rationella aktörer knappast förklaras annat än via antaganden om en mera komplicerad informationsstruktur.

Detta för oss till den *tredje* kritiska faktorn, nämligen frågan om hur ny information av betydelse för aktiemarknaden uppkommer och sedan sprids i ekonomin. Test av effektivitet i stark form har inte berörts ovan (jfr dock fotnot, sid 29). En anledning kan vara att definitionen av effektivitet i stark form implicerar en helt orimlig informationsbearbetningsförmåga hos marknaden. Det visar tydligt att den process genom vilken information bearbetas och sprids inte är beaktad i Famas ansats. Denna observation kan sägas vara utgångspunkten för en analys som har konsekvenser långt bortom aktiemarknaden och i själva verket bidrar till att kasta nytt ljus över en central fråga när det gäller analysen av marknadssystemet. Redan hos de första moderna nationalekonomerna (Smith, Ricardo etc.) spåras tydligt insikten om marknadsekonomin som en genial metod att lösa synnerligen komplexa informations- och koordinationsproblem. Formaliseringen av den s.k. allmänna jämviktsmodellen à la Walras och hans efterföljare pekar också på prisernas centrala roll som informationsbärare i marknadssystemet. Ett fundamentalt problem i modellen är att den inte säger någonting om hur och varför den information som återspeglas i jämviktspriserna kommer fram.

En visionär uppsats av Hayek med den talande titeln "The use of knowledge in society" (Hayek 1945) är ett av de få tidiga bidrag som tar upp detta problem. Hayeks tes är att det som gör den decentraliserade marknadsekonomin så överlägsen som allokeringsmekanism är den ekonomiskt relevanta kunskapens fragmentariska natur. I princip besitter varje individ i samhället kunskaper av ytterst speciell karaktär, som är mycket svår att direkt förmedla till någon annan, exempelvis en planmyndighet. Genom sitt agerande på marknaden kan individerna sprida denna information.

Grossman och Stiglitz (1976, 1980) kan sägas vara de första som sökt att med formell analys precisera Hayeks vision. Det skulle föra för långt att här närmare redogöra för deras bidrag. I stället koncentrerar vi oss på ett flitigt citerat exempel som Grossman och Stiglitz använder för att illustrera sin analys och som direkt kan tolkas i termer av en aktiemarknad.

Vi tänker oss en marknad där en tillgång, typ aktier, handlas.

Merparten av aktörerna på marknaden har ganska rudimentär information om de faktorer som bestämmer tillgångens värde. Den viktigaste informationskällan är helt enkelt marknadspriset. Samtidigt finns det en annan grupp aktörer som genom en viss resursuppooffring skaffat sig specifik information av betydelse för tillgångens värdering. Det kan röra sig om ren s.k. "insider-information", om utveckling av nya produkter eller ny teknik eller det kan vara fråga om professionell bearbetning av redovisningsinformation av det slag som aktieanalytiker sysslar med. Dessa välinformerade aktörer måste handla på marknaden för att tjäna pengar på sitt informationsövertag.

Antag att de välinformerade har skaffat sig positiv information om tillgången. De går då ut och köper och pressar därmed upp priset. Att priset blir högre än vad man väntat, ger de sämst informerade anledning att revidera sin bedömning av tillgångens värde. Det faktum att priset stigit ger dem nämligen indirekt (och troligen på ett allt annat än entydigt sätt) del av den information som de informerade skaffat sig. Kan man dessutom närmare identifiera de grupper som ökat sin efterfrågan, förstärks möjligheterna för de "vanliga" marknadsaktörerna att dra slutsatser om den bakomliggande informationens karaktär. Vore det så att denna information fullständigt och perfekt förmedlades från de informerade till de oinformerade i samma ögonblick som de förra började agera på marknaden, skulle priserna i någon mening vara perfekta informationsspridare. Vi skulle ha en marknad som uppvisade effektivitet i stark form med Famas terminologi. Men samtidigt skulle det innebära att det inte skulle löna sig för någon att offra resurser på att skaffa sig och bearbeta ny kunskap, eftersom i samma ögonblick som man försöker få betalt för sina investeringar genom aktivitet på marknaden skulle informationen bli allmän egendom via de perfekta prissignalerna.

I praktiken fungerar givetvis inte informationsspridningen så perfekt. Marknadssignaler är minsann inte så lättolkade. Därmed går det för de informerade att få betalt för sina insatser. En enskild aktör står i princip inför valet att skaffa sig information direkt genom speciella insatser eller indirekt genom marknadspriserna. En jämviktssituation kan sägas råda när inget av alternativen lovar högre avkastning för given resursinsats.

Detta enkla exempel illustrerar flera viktiga poänger. Det visar att marknaden har en viktig roll som förmedlare av information från informerade till oinformerade. Denna information är i sin tur inte helt fullständig och perfekt. Det kan därför löna sig att specialisera sig på att bearbeta direkt information. Men övernormal avkastning på sådan verksamhet kommer på sikt att försvinna liksom i vilken annan bransch som helst, via konkurrens och nyetableringar.

Verklighetens aktiemarknader svarar säkert bättre mot Grossmans och Stiglitz vision av en marknad med starkt differentierad kunskap

hos aktörerna än Famas värld gör med i stort sett jämnt spridd information. Informationsinnehållet i aktiepriserna påverkas därför också av det strategiska spelet mellan parter med olika information om marknadens underliggande värden. Ett viktigt exempel på sådana strategiska spel är maktkamper i företag.

Som påpekats ovan har aktiemarknaden också en ägarfunktion. Det är naturligtvis väsentligt vilken eller vilka aktieägare som via rösträttsmajoritet har kontroll över ett företag. Det påverkar direkt valet av företagsledning, som i sin tur har konsekvenser för företagets inriktning och nysatsningar. Företagsledningarna har ofta inte några direkta ägarintressen i sina företag, vilket gör det viktigt att kontrollen via aktiemarknaden fungerar. Men detta betyder också att andra faktorer än företagets vinstpotential kan påverka aktievärderingen, vilket gör att tolkningen av aktiepriserna som en sammanfattning av marknadens totala information om framtida vinstmöjligheter kan behöva revideras.

I och för sig behöver inte en situation där olika aktieägargrupper kämpar om kontrollen i ett företag innebära att marknadsvärderingen av aktierna väsentligt avviker från underliggande värden. En maktkamp beror ofta i grunden på att olika grupper aktieägare gör en väsentligt annorlunda bedömning av hur företagets resurser skall användas i framtiden. Den grupp som har den mest optimistiska synen på företagets framtidsmöjligheter bör också vara den som är villig att bjuda mest för aktierna. Men i spelet om rösträttsmajoriteten kan strategiska kontrollposter komma att värderas högt över vad som skulle skett om man enbart såg till marknadsaktörernas bedömning av aktiens framtida betalningsströmmar. Verkliga eller inbillade maktstrider kan leda till olika former av strategiska innehav, som driver upp aktiepriserna.

Som exempel kan vi ta ett fall där en ny grupp aktieägare anser sig kunna åstadkomma väsentliga förbättringar i företaget om man kan byta ut den nuvarande företagsledningen. För detta antas i vårt exempel krävas minst 50 procent av rösterna. När aktiemarknadens övriga aktörer börjar ana vad som är på gång inser de att deras nuvarande innehav kan komma att bli tungan på vågen i maktkampen. Om, för att vara drastisk, 49 procents innehav för den nya gruppen aktieägare innebure att ett maktskifte omöjliggjordes, medan 51 procent gjorde det genomförbart, skulle värdet av en ökning av aktieinnehavet på marginalen svara mot hela det övervärde som den nya ägargruppen anser att ett övertagande skulle medföra. De skulle alltså för dessa *marginella* aktier vara villiga att betala betydligt mer än vad de anser den genomsnittliga aktien vara värd efter ett maktövertagande. Att som säljare komma i denna situation, där man kan pressa ut en stor del av det totala mervärdet är naturligtvis synnerligen fördelaktigt. Vad vi skisserat är förutsättningar för ett komplicerat strategiskt spel,

vars exakta utveckling vi inte kan förutse. Exemplet ger ändå en antydning om varför maktstrider kan leda till stora avvikelser från fundamentala underliggande värden.

Problemen förstärks ytterligare om man antar, vilket verkar rimligt, att maktkamper ofta har andra aspekter än de rent ekonomiska. Det kan gälla företag som traditionellt dominerats av en familj, vars inflytande hotas i en maktstrid. Det kan vara en företagsledning, som genom egna köp eller påverkan av andra närstående grupper, vill försvara en privilegierad situation. Det kan till slut vara fråga om ägare som ser kontrollen över företaget som ett värde i sig, d.v.s. makten har ett konsumtionsvärde.

Aktiemarknadens roll på makronivå

Det är klart att om aktiepriserna kan visas vara en relevant sammanfattning av marknadens totala information om de underliggande företagens framtida vinstpotential så har detta också intressanta konsekvenser på makronivå. Visserligen handlas inte alla aktier på en aktiv sekundärmarknad, men det är säkert ingen överdrift att säga att i t.ex. Sveriges fall en mycket stor del av det privata näringslivet får en daglig värdering via aktiemarknaden. Speciellt gäller det den del som är utsatt för internationell konkurrens. Det betyder att man skulle kunna se index för hela aktiemarknaden som en kvalificerad prognos över näringslivets framtida utveckling. Prognoser för näringslivets utveckling ligger nära prognoser för ekonomins totala utveckling, t.ex. i termer av BNP. På detta område har vi en omfattande prognosverksamhet som försöker göra bedömningar av den makroekonomiska utvecklingen på kort och eventuellt medellång sikt. Sådana konjunkturbedömningar görs av en mängd både statliga och privata institutioner och spelar uppenbarligen en stor roll i den ekonomiska debatten.

Om aktiemarknaden är en så god informationsbearbetare som de ovan redovisade mikrostudierna antyder borde index för hela marknaden (eller viktiga branscher) vara värdefulla inslag vid konjunkturbedömningar. Med andra ord borde marknadens index vara en god indikator på den framtida konjunkturutvecklingen. Ja, skulle vi applicera marknadseffektivitetsresonemangen på makroplanet skulle aktieindex inte bara vara en god konjunkturindikator, den skulle vara bland de bästa som fanns att tillgå. Emellertid verkar inte aktieindex spela någon framträdande roll i konjunkturprognosarbetet. På 1930-talet arbetade man framför allt i USA på att ta fram *ledande indikatorer*, d.v.s. variabler som ungefär tycktes följa konjunkturmönstret, men som låg ett steg före konjunkturen. Denna verksamhet kom sedan helt att överskuggas av den keynesianska synen på konjunktur-rörelserna och deras hantering via stabiliseringspolitiken. Konjunkturprognoserna kom att helt inriktas på direkta prognoser av de olika

komponenterna i den aggregerade efterfrågan på varor och tjänster, något som i stort sett gäller även i dag. Olika prognosinstitut presenterar olika bedömningar av hur privat konsumtion, investeringar, export, import etc. kommer att utveckla sig. Prognosen för respektive efterfrågekomponent baseras på en blandning av ekonometriska modeller, enkätinformation och annan information av intresse, t.ex. prognoser rörande den internationella utvecklingen samt allmän "fingerspitzgefühl". Aktiepriserna spelar vanligen en undanskymd roll i denna verksamhet, t.ex. som en av flera faktorer som påverkar investeringsutvecklingen.

Med en tilltagande skepsis mot den keynesianska modellen som grund för konjunkturpolitiken har ett mera förutsättningslöst (men också mera teorilöst) studium av viktiga makrovariablers samvariation över tiden påbörjats. Dessa studier kan sägas innebära att man med moderna mätmetoder återupptar försöken på 1930-talet att finna ledande indikatorer. Även om det är för tidigt att tala om några definitiva mönster, antyder amerikanska studier¹ att aktiemarknadsindex har en förhållandevis god prognosförmåga när det gäller konjunkturutvecklingen. Det verkar till och med vara den bästa enskilda prognosvariabeln. Det innebär naturligtvis inte att förändringar i aktieindex *alltid* indikerar förändringar i konjunkturen. Men detta gäller även alla andra konjunkturprognosvariabler.

Avslutande kommentarer

Vår genomgång av vetenskapliga studier av aktiemarknadens effektivitet antyder att informationsbearbetningsförmågan hos denna marknad är betydande. Aktiepriserna kan normalt uppfattas som goda mätare av de underliggande företagens framtida vinstpotential. Det innebär inte att de ger *perfekta* prognoser om den framtida utvecklingen. Framtiden är i grunden osäker och endast i triviala (och därmed ointressanta) fall kan perfekta prognoser göras. En viktig slutsats som man bör kunna dra från de empiriska studierna av aktiemarknadens effektivitet är att man måste vara försiktig med påståenden som innebär att det finns någon annan metod som systematiskt ger bättre prognoser än marknadspriserna. Man bör alltid vara skeptisk mot dem som hävdar att de funnit placeringsregler (enkla eller komplicerade) som kan användas för att göra systematiska (riskjusterade) vinster. Man bör också vara skeptisk mot möjligheterna att göra systematiska (riskjusterade) övervinster genom att följa råd givna av aktieanalytiker eller andra placeringsexperter i

¹ Se Fischer och Merton (1984) för en översikt samt referenser till empiriska arbeten. Några systematiska studier liknande de amerikanska av aktiemarknadens konjunkturprognosförmåga har inte gjorts i Sverige.

affärstidningar eller nyhetsbrev. Detta får emellertid inte tolkas som att aktieanalytikernas arbete inte tillför någon ny information som kan bidra till att aktiepriserna bättre återspeglar fundamentala värden. Aktieanalytikerna gör en viktig insats genom att systematiskt bearbeta tillgänglig information av intresse för aktievärdering, men den information de tar fram får mycket snabbt genomslag på aktiepriserna. För att vara säker på att kunna utnyttja aktieanalytikernas kunskaper för att göra systematiska vinster bör en placerare ha billig och exklusiv förstahandsinformation från analytikern. En fungerande marknad garanterar att denna förstahandsinformation betingar ett pris som eliminerar de systematiska vinstmöjligheterna.

Även om aktiemarknadsforskningen tämligen klart visat att aktiepriserna *normalt* är goda mätare av de underliggande företagens vinstpotential, innebär detta inte att så alltid är fallet. Ibland kan inte prisutvecklingen på enskilda aktier eller för aktiemarknaden som helhet enligt några rimliga bedömningar förklaras av att ny information av fundamental betydelse tillförts marknaden. Ett exempel på detta är s.k. *spekulationsbubblor* där priserna på enskilda aktier eller hela marknaden hamnar i upp- eller nedåtgående trender. Dessa beror på spekulativa förväntningar om upp- eller nedgång som blir självuppfyllande om tillräckligt många delar dem. Förr eller senare måste emellertid en sådan utveckling brytas. Det stora problemet är att förutspå exakt när. För att systematiskt vara skickligare än andra placerare i detta avseende skulle det krävas att man kunde genomskåda det oerhört komplicerade spel som karakteriserar en spekulativ marknad.

Ett annat exempel är situationer där kamp om makten i ett företag pågår. Strategiska innehav kan komma att värderas långt över vad som vore motiverat av fundamentala värden. Det är återigen fråga om komplicerade spelsituationer där de faktiska utfallen är omöjliga att genomskåda. Det vore värdefullt om man åtminstone i efterhand kunde avgöra om aktiepriserna en tid systematiskt avvikit från fundamentala värden. Det visar sig dock tyvärr svårt att göra sådana bedömningar med uppfyllande av rimliga vetenskapliga kriterier. Kvar står dock bilden av en aktiemarknad, vars priser normalt ger värdefull information till ett stort antal beslutsfattare i ekonomin.

Källor

- Brealey, R. och S. Myers (1986), *Principles of corporate finance*, 2:a uppl., McGraw-Hill.
- Claesson, K. (1987), *Effektiviteten på Stockholms fondbörs*, EFI.
- De Ridder, A. (1986), *Access to the stock market*, Federation of Swedish Industries.
- Elton, E. och M. Gruber (1987), *Modern portfolio theory and investment analysis*, 3:e uppl., John Wiley.

- Fama, E. (1970), "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", *Journal of Finance* 25, 383–416.
- Fischer, S. och R. Merton (1984), "Macroeconomics and finance: The role of the stock market", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 21, 57–108.
- Forsgårdh, L.-E. och K. Hertzen (1975), *Information Förväntningar och Aktiekurser*, EFI.
- Grossman, S. och J. Stiglitz (1976), "The impossibility of informationally efficient markets", *American Economic Review* 66, 393–408.
- Grossman, S. och J. Stiglitz (1980), "Information and competitive price systems" *American Economic Review* 70, 246–253.
- Hayek, F. (1945), "The use of knowledge in society", *American Economic Review* 35, 519–530.
- Jennergren, P. (1975) "A note on filter trading on the Stockholm stock exchange", *Swedish Journal of Economics* 77, 252–259.
- Jennergren, P. (1975), "Filter tests of Swedish share prices", i Elton, E. och M. Gruber (red.), *International capital markets*, North Holland, 55–67.
- Jennergren, P. och P. Korsvold (1974), "Price formation in the Norwegian and Swedish stock markets: Some random walk tests", *Swedish Journal of Economics* 76, 171–185.
- Jensen, M. (1968), "The performance of mutual funds in the period 1945–1964", *Journal of Finance* 23, 389–416.
- LeRoy, S. och M. Porter (1981), "The present-value relation: Tests based on implied variance bounds." *Econometrica* 49, 555–574.
- Samuelson, P. (1965), "Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly", *Industrial Management Review*, 41–49.
- Shiller, R. (1981), "Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends?" *American Economic Review* 71, 421–436.
- Summers, L. (1986), "Do we really know that financial markets are efficient?" i Edwards, J. (red.), *Recent developments in corporate finance*, Cambridge University Press, 13–29.

II

Börsen och företagens nyemissioner

Hans Althaimer*

I det här kapitlet skall fondbörsens betydelse för företagens finansiering genom nyemissioner beskrivas.

Grundläggande för företagens nyemissioner är fondbörsinstitutionen som inledningsvis presenteras. Börsens uppbyggnad och sätt att fungera påverkar nyemissionsverksamheten. Det är denna verksamhet under 1900-talet som står i fokus för kapitlet. Utvecklingen av omsättning och kurser (aktiepriser) på börsen under denna tidsperiod visas också. Därefter följer kapitlets kärna: nyemissionerna. Först diskuteras olika sätt för företag att finansiera sin verksamhet med nyemissioner som det i detta sammanhang viktigaste inslaget. Därefter presenteras uppgifter om nyemissionsvolymen årsvis fram till 1987. Dessa uppgifter har tidigare inte tagits fram utan presenteras här för första gången.

Förutsättningar för nyemissioner

Fondbörsinstitutionen

Den första fondbörsauktionen hölls i februari 1863. Förutsättningarna var på den tiden annorlunda än i dag. Antalet aktiebolag var begrän-

* Docenterna Jan Glete och Håkan Lindgren har lagt ned ett värdefullt arbete på detta kapitel, bland annat granskning av de data om nyemissioner som redovisas.

sat och informationstekniken en helt annan. Under första hälften av 1800-talet hade det i framförallt Stockholm och Göteborg, men även på mindre orter som Norrköping, förekommit en rätt livlig handel med reverser, växlar m.m. Denna verksamhet var ofta lokaliserad till en bestämd geografisk marknadsplats. Från och med 1850-talet bildades allt fler aktiebolag i Sverige och ett visst underlag för aktiehandel började växa fram.

I början hölls fondbörsauktion den första helgfria dagen i varje månad. Huvudmannaskapet för börsen utövades av Stockholms stads handels- och sjöfartsnämnd. Verksamheten leddes av de fondbörs-kommitterade, motsvarigheten till våra dagars börsstyrelse. År 1868 kom den första börsordningen med "ordningsregler för Stockholms börs". I dessa reglerades börsens yttre ordning. På 1870-talet kännetecknades det interna arbetet på börsen av åtgärder för att förhindra olika former av missbruk, samtidigt som man sökte höja verksamhetens effektivitet. Fondbörskommitterade fick bland annat rättighet att bestämma vilka värdepapper som skulle få vara föremål för handel på börsen. Men Stockholmsbörsen förde under sina första decennier en ganska tynande tillvaro. Marknadsunderlaget var begränsat, informations- och kommunikationsproblemen var stora och börsens samhällseliga betydelse var liten. Statsmakterna visade inget intresse för de institutionella förhållandena på aktiemarknaden och var passiva ifråga om fondbörsens verksamhet.

Förutsättningarna för börsverksamheten förändrades genom 1890-talets industriella genombrott med åtföljande starka bolagsbildning och bättre kommunikationer med ett mer utbyggt telefnät. År 1901 kom att bli ett märkesår i fondbörsens historia. Då avskaffades börsauktionerna och en egentlig fondbörs, efter våra mått mätt, konstituerades. Med 1901 års ordningsregler tillkom fondmäklarinstitutionen, vilken reglerade fondkommissionärernas verksamhet. Dessa bedrev handel med värdepapper för annans räkning i eget namn. Två kurslistor, A och B, upprättades och det karaktäristiska uppropsförfarandet infördes med offentliga kursnoteringar. Det fanns dock ingen officiell kurslista. Perioden 1902 till 1906 kallades "kurslistanarkins tid" med inte mindre än sex konkurrerande kurslistor. Först 1907 tillkom en gemensam kurslista från kommissionärerna.

Ett värdepapper som var särskilt betydelsefullt för allmänhetens aktieintresse och börsens utveckling var Grängesbergsaktien. Grängesberg introducerades på börsen 1896. Handeln med aktien blev omfattande från 1903, då bolaget förvärvade de norrländska järnmalmsfälten.

I början av 1900-talet byggde affärsbankerna upp fondavdelningar och 1907 gick de in på börsen genom egna ombud, vilket ökade antalet börskommissionärer från fem till tjugo. Aktiemarknaden kännetecknades av spekulation, högbelåning av aktier, terminsaffärer samt

ORDNINGSREGLER FÖR STOCKHOLMS BÖRS

fastställda den 27 januari 1868

§ 1. Börs hålles alla söckendagar emellan kl. 1 och 2 på dagen. När omständigheterna så påfordra, äga börskommitterade att bestämma annan börstimme. Sådan förändring tillkännagives genom anslag på mäklarekontorets dörr två dagar förut och genom kungörelse i allmänna tidningar.

Dörrarna till börslokalen öppnas fem minuter före börstimmens början och stängas femton minuter efter dess slut.

Börstimmens slut tillkännagives medelst ringning i börslokalen.

§ 2. Varor eller andra artiklar, av vad namn och slag som helst, må ej på börsens uppföras till försäljning, utställning eller bortlottning.

§ 3. Växeldagar äro tisdagar och fredagar, då stadens mäklare böra fullgöra vad mäklareordningen i avseende på växelslut stadgar. Inträffar helg å någon av dessa dagar, bestämma börskommitterade annan växeldag, varom tillkännagivande sker på enahanda sätt, som i § 1 om ändring av börstimme sägs.

Å mäklarekontoret skola noteringsböcker — en för växel- och en för varuslut samt för notering av priset på publika papper — hållas för börsbesökande tillgängliga under börstiden, med undantag av den tid å växeldag, då stadens mäklare verkställa notering av gjorda växelslut.

§ 4. I mäklarekontoret skall finnas anslag, innehållande namnen såväl å börskommitterade, som å jourhavande mäklaren.

§ 5. Utan börskommitterades medgivande må börsauktion icke anställas; ej heller i börslokalen anslås något tillkännagivande av vad beskaffenhet som helst.

§ 6. Tobaksrökning är å börsen förbjuden. Hundar få icke medföras på börsen.

§ 7. Dessa ordningsregler skola på lämpliga ställen i börslokalen finnas anslagna; och uppmanas de börsbesökande att ställa sig till efterrättelse de föreskrifter till god ordnings vidmakthållande, som för övrigt av börskommitterade meddelas.

§ 8. Över efterlevnaden av dessa ordningsregler äga vederbörande börsvaktmästare att hava tillsyn, i överensstämmelse med de föreskrifter, som av börskommitterade i sådant avseende meddelas.



AKTIEBREF

å 1 aktie à

Kronor **ETT HUNDRA** Kronor

uti

Trafikaktiebolaget Grängesberg-Oxelösund

№ 916921

av att en stor del av handeln låg utanför börsen. Kring mitten av decenniet var mellan 50 och 75 % av alla aktietransaktioner på börsen terminsaffärer, d.v.s. handel med aktier för leverans till ett bestämt pris i framtiden. Denna spekulatio n möjliggjordes till stor del genom bankernas generösa kreditgivning. Följande citat där Bankinspektionen yttrar sig om bankernas fondavdelningar har blivit klassiskt:

Om fondavdelningarnas verksamhet icke får anses stå i strid med lag, kunna vi däremot icke vitsorda, att den i regel är för det allmänna nyttig. På åtskilliga – icke alla – fondavdelningar torde man, i sin iver att driva upp fondaffären, icke blott underlätta, utan framkalla och egga en osund spekulatio n.

(Bankinspektionen 1913, Börsen 100 år sid 72)

Den ymnigt förekommande spekulatio nen föranledde åtgärder både från fondbörsen och statsmakterna. Fondbörskommitterade undersökte terminsaffärerna. Genom 1908 års fondstämpelförordning ingrep regeringen för första gången i fondbörsens verksamhet. Statliga s.k. trustkommittén, som tillsattes 1911, ansåg 1914 att börshandeln inte behövde detaljregleras. Mellan 1901 och 1911 finansierades börsen av Stockholms stad, men den blev år 1912 självförsörjande genom medlemsavgifter och inregistreringsavgifter. Samma år började också börsen att utge en tryckt officiell kurslista.

Första världskrigsperioden var mycket turbulent med stor omsättningsökning, aktieindexrekord och livlig spekulatio n. Även på de övriga nordiska börserna steg omsättningen starkt under första världskriget och rätt starka spekulativa tendenser förekom. Mellan 1914 och 1916 var börsverksamheten delvis inskränkt på grund av det instabila politiska läget. År 1917 inrättades det en särskild börschefstjänst, samtidigt som stående årsavgifter för redan registrerade bolag infördes. En viktig förutsättning för börsens expansion var det stora genombrottet för telefonen som kommunikationsmedel (1916–17). År 1918 infördes ett elektriskt markeringssystem på börsen för uppspörjandet. 1918 var också ett rekordår för deltagarantalet på börsen. Under kriget stärkte fondbörsen sin ställning på aktiemarknaden, då börsomsättningen, relativt sett, ökade mer än värdepappershandeln i sin helhet.

Under denna turbulenta period tillsattes 1916 en utredning, fondbörsutredningen, som resulterade i 1919 års lag om fondkommissionsrörelse och fondbörsverksamhet. Den nya lagen trädde i kraft 1 juli 1920. Fondbörsen fick därigenom sitt erkännande som samhällsinstitution, och dess verksamhet kom att regleras av Kungl. Maj:t och riksdagen. En börsordning fastställdes och den första egentliga börsstyrelsen inrättades. En *oktroj*, ett tillstånd, för fondbörsverksamhet utfärdades till Stockholms fondbörs av statsmakterna. Kontrollorgan

blev bankinspektionen, som fick full insynsmöjlighet över såväl fondbörsen som fondkommissionärerna. Fram till 1960-talet skedde ingen förändring i börsens institutionella liv.

Den större uppgången på börsen under slutet av 1920-talet var nära förknippad med namnet Kreuger. Andra världskrigsperioden var till skillnad från tiden kring första världskriget en tämligen lugn period. Vid krigsutbrottet kom kurssättningen att regleras bl.a. genom fastställda minimikurser. Nyemissionsaktiviteten var låg särskilt i början av kriget.¹

Under perioden efter det andra världskriget och fram till slutet av 1950-talet, låg fondbörsens omsättningsandel på aktiemarknaden mellan 15 och 45 %. Under decennierna efter kriget sjönk den relativa omsättningen av börsaktier kraftigt, till ca 2 % av det samlade börsvärdet per år. Vid slutet av 50-talet fanns i landet totalt över 40 000 aktiebolag. Av dessa var omkring 100 börsnoterade. I genomsnitt fanns det dagligen betalkurser för knappt 1/3 av de börsnoterade aktierna. En tämligen god marknadsbild gavs dock regelbundet för omkring 2/3 av börsaktierna.

År 1960 höjdes gränsen för inregistrering på börsen från tre till fem miljoner kronor i aktiekapital. Några år senare, 1963, tillsatte börsstyrelsen en kommitté för att se över börsföretagens information och redovisning till allmänheten. Kommittén rekommenderade skärpta krav för företag som sökte börsintroduktion, men förslagen genomfördes ej. Under decenniet ökade handeln med aktier genom fondkommissionärerna.

År 1966 blev betydelsefullt. Då tillsattes fondbörsutredningen av finansminister Gunnar Sträng. Utredningens syfte var att göra en översyn av börslagstiftningen, som i stort sett varit oförändrad sedan 1919. Behovet av en översyn motiverades av den ökade aktiehandeln och allmänhetens större intresse för att placera sina besparingar i aktier.

I utredningen konstaterades att värdepappersmarknaden i Sverige inte var föremål för någon tillsyn från en central myndighet, vilket fallet bl.a. var i de anglosaxiska länderna. Ett ökat skydd för allmänheten borde enligt utredningen eftersträvas genom förbättrade informations- och insynsmöjligheter framför allt i börsbolagen. Man ansåg att Stockholms fondbörs borde ha ensamrätt till fondbörsverksamheten. Den skulle fortsätta att vara självförsörjande, men den politiska representationen i börsstyrelsen borde öka. Vad företagens informationsgivning beträffade förordade man självsaneringslinjen, d.v.s. rekommendationer i stället för lagstiftning. Under 60-talet hade bolagens informationsgivning och redovisningspraxis förbättrats. År 1966 tillsatte näringslivet en egen börskommitté, vilken hade till uppgift att

¹ Framställningen bygger på *Stockholms fondbörs 100 år* (1963).

utarbete enhetliga riktlinjer för företagens informationsgivning. Terminsaffärer ansågs sakna förutsättningar på Stockholms fondbörs. Man var positivt inställd till börsnotering av utländska aktier på Stockholmsbörsen. Utredningen resulterade i att VPC-systemet med datoriserad aktiehantering infördes, och att en insiderlagstiftning trädde i kraft 1972. Den senare syftade främst till att stärka moralen hos människorna i näringslivet. Lagen innebar att styrelseledamöter och VD:s aktieinnehav i det egna bolaget registrerades, samtidigt som anmälningsplikt infördes för genomförda transaktioner i den "egna aktien" inom en viss tid.¹

År 1969 fick bankerna möjlighet att garantera företagsemissioner. Några år senare, 1973, infördes möjligheten att göra emissioner genom konvertibler och optioner. En ökande andel av aktiehandeln utvecklades vid sidan av börsen. År 1954 hade börsens aktieomsättning motsvarat 47 % av den totala omsättningen, 1976 hade andelen sjunkit till 35 %. Denna utveckling hade också sin internationella motsvarighet på många utländska aktiemarknader. Institutionerna fortsatte att öka sin andel av aktieägandet på hushållens bekostnad, och 1974 gick också Fjärde AP-fonden in på aktiemarknaden.

Vid 70-talets mitt var omkring tio svenska börsbolag noterade på börser i utlandet samtidigt som utlänningar ägde svenska börsaktier för ca 1,5 miljarder kronor.²

Första hälften av 80-talet var händelserik för den svenska aktiemarknaden och Stockholms fondbörs. Internationaliseringsprocessen och integreringen av finansiella marknader har fått allt större betydelse. Den svenska börsen har vuxit snabbt och räknas till de 10–15 största i världen. Under 80-talet har också en debatt om "klipp-ekonomi" och börsetik blossat upp, i vilken debatt börsen som institution tagit en aktiv del.³

Börsomsättningen

I diagrammet nedan ges omsättningen på Stockholms fondbörs 1902–1986 i löpande priser. Mellan 1902 och 1917 består omsättningen av både aktier och obligationer. Obligationsomsättningen var dock tämligen marginell under denna period.

¹ Framställningen bygger på *Fondbörsutredningen*, betänkandena *Förenklad aktiehantering* SOU 1968:59, *Förtrolig företagsinformation och börshandel* SOU 1970:38, *Större företags offentliga redovisning* SOU 1971:9, *Fondbörsen* SOU 1973:60 samt *Om fondkommissionsrörelse m.m.* SOU 1978:13.

² *Kapitalmarknadsutredningen*, bilaga 2–4, SOU 1978:13.

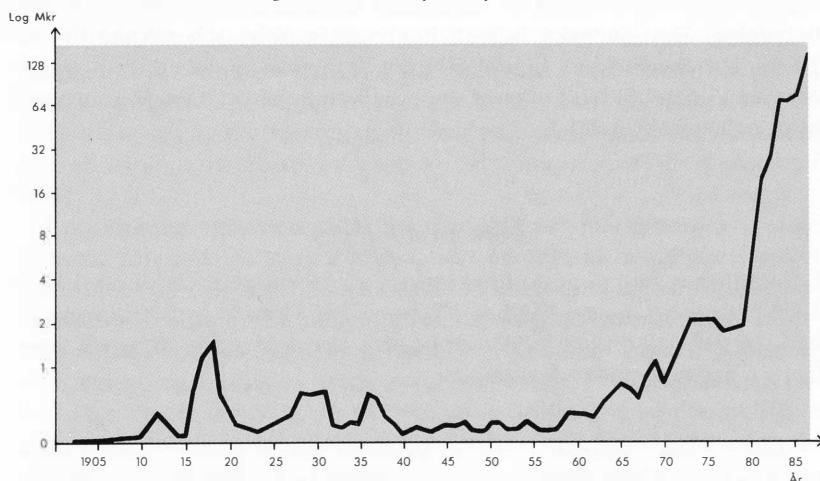
³ *Stockholms Fondbörs och aktiemarknad* (1985).

Den första större uppgången på Stockholmsbörsen kom kring 1912, då omsättningen uppgick till nästan 320 Mkr (miljoner kronor), vilket kan jämföras med 1902 års omsättning på 1,3 Mkr. Under denna tid svarade Grängesbergsaktien för mellan 25 och 50 % av börsomsättningen. Börsen hade dock inte så stor andel av den totala värdepappersomsättningen i början av perioden. Den var mindre än en tiondel 1909. Den snabba ökningen av börsomsättningen från 1910 och framåt berodde antagligen till viss del på att börsen tämligen snabbt ökade sin andel av värdepappersomsättningen. År 1912 översteg börsomsättningen en femtedel av den totala omsättningen av värdepapper.

Under första världskriget steg börsomsättningen betydligt, både i absoluta tal och relativ ökningstakt. I början av kriget mer än tiodubblades börsomsättningen på ett enda år, en unik företeelse i börsens historia.¹

Därefter sjönk börsomsättningen betydligt i efterkrigskrisens spår, och under stora delar av tjugotalet var den mycket låg. I slutet av decenniet steg den åter. Dock nåddes inte alls de höjder i volym som hade kännetecknat uppgången under första världskriget. Det sena tjugotalet och det tidiga trettioalet präglades mycket av Ivar Kreugers verksamhet. År 1927 svarade tre företag ägda av Kreuger, Tändsticksaktiebolaget, Kreuger & Toll och LM Ericsson, för en fjärdedel av aktieomsättningen på Stockholms fondbörs. Under 1929 svarade

Omsättningen på Stockholms fondbörs 1902–1986, total omsättning (inkl obligationer) 1901–1917, aktieomsättning 1918–1986, löpande priser.



Källa: Fondbörsens jubileumsbok "Stockholms Fondbörs 100 år", Ekonomiska meddelanden utgivna av bankföreningen och Statistisk årsbok.

¹ 1918 års rekordomsättning på 1,5 miljarder uppnåddes inte igen, i löpande priser, förrän 1972 då omsättningen uppgick till 1,6 miljarder kronor.

de tre företagen för närmare 40% och under 1931, slutligen, för nästan tre fjärdedelar. I samband med Kreugerkraschen 1932 sjönk omsättningen snabbt, från 530 Mkr 1931 till 162 Mkr 1932.

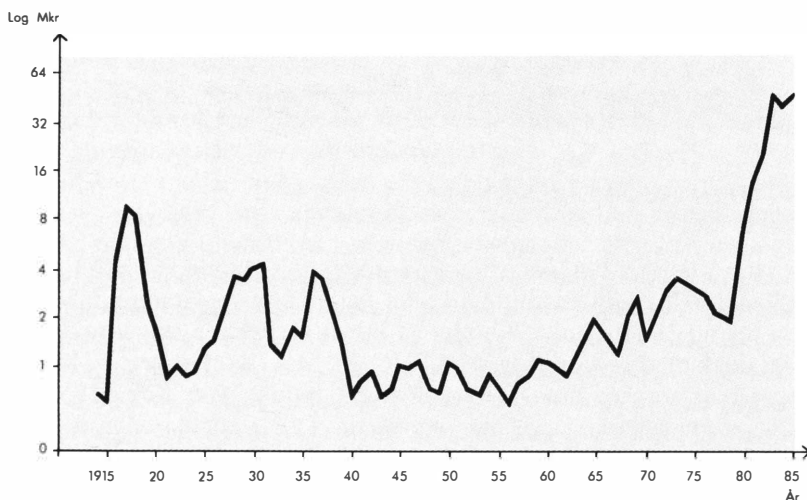
Kring mitten av 30-talet kom en ny relativt stark uppgång i börsomsättningen. Därefter stabiliserades börsomsättningen på en tämligen låg nivå med vissa mindre fluktuationer fram till slutet av femtiotalet. Vid den här tiden var det återigen Grängesbergsaktien som svarade för den högsta andelen av omsättningen på börsen.

Under sextiotalet steg sedan omsättningen trendmässigt, med en viss uppgång i mitten av årtiondet. Vid mitten av 70-talet nådde börsomsättningen för första gången över 2 miljardersnivån. Den var koncentrerad till de större företagen: 16 företag svarade 1977 för mer än 50 % av börsens omsättning.

80-talet uppvisar en stark ökning i börsomsättningen. År 1986 uppgick omsättningen på Stockholms fondbörs till över 140 miljarder kronor.

I diagrammet nedan ges börsomsättningen i 1979 års fasta priser. Den kraftiga uppgången under första världskriget blir ytterligare accentuerad. Omsättningsmässigt nås inte motsvarande siffror förrän i början av 80-talet. Även tjugotalsuppgången förstärks betydligt och är något högre än uppgången i mitten av sjuttiotalet. Uppgången kring trettiotalets mitt blir också relativt sett kraftigare. I detta perspektiv

Omsättningen på Stockholms fondbörs 1914–1985, total omsättning (inkl obligationer) 1914–1917, aktieomsättning 1918–1985, 1979 års fasta priser.



Källa: Fondbörsens jubileumsbok "Stockholms Fondbörs 100 år", Ekonomiska meddelanden utgivna av bankföreningen och Statistisk årsbok.

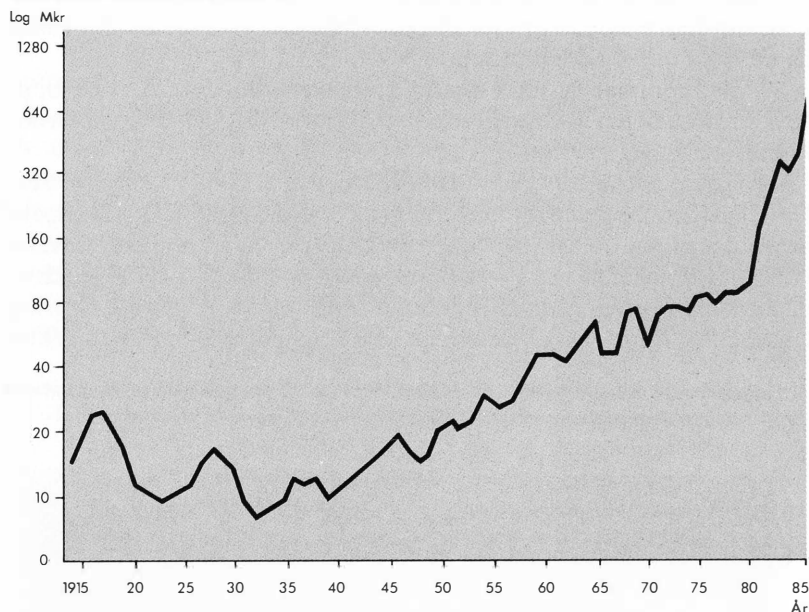
Löpande priser deflaterade med hjälp av Socialstyrelsens levnadskostnadsindex 1914–1920, kopplat till KPI 1921–1985.

framstår inte utvecklingen under åttiotalet som så exceptionell även om uppgången är kraftig.¹

Aktiekurserna

Under första världskriget har vi en tämligen kraftig uppgång i aktiekurserna. Först i mitten av 50-talet hade kurserna nått samma nivå som första världskrigets bästa år, 1917. Dock började kurserna att vika nedåt vid slutet av kriget. Efter kriget fortsatte kurserna att falla,

Generalaktieindex 1914–1986.



Källa: Affärsvärlden/Findata och Möller.

för att nå botten 1923. Nästa större uppgång i aktieindex inföll åren 1927 och 1928, med en höjdpunkt det senare året som inte uppnåddes igen förrän 1946. Under 30-talet är kursutvecklingen huvudsakligen svag, dock med en uppgång åren 1936–38. Mot slutet av andra världskriget ökar börskurserna, för att nå en höjdpunkt 1946. Kring 1950/51 inträffar återigen en uppgång i kurserna. Dessa stiger sedan någorlunda sakta och jämnt under årtiondet. Kursindex stiger kontinuerligt under 60-talet, för att sjunka något kring decennieskiftet. Nästa större uppgång kommer vid 70-talets mitt. Från 79/80 stiger sedan börskur-

¹ Se *Stockholms fondbörs 100 år* (1963), Möller (1962), Ekonomiska meddelanden och Statistisk årsbok.

serna snabbt och kontinuerligt. Mellan 1980 och 1986 ökade affärsvärldens generalaktieindex med nästan 600 %.¹

Aktiebelåningen

Redan i början av 1900-talet förekom en omfattande belåning mot säkerhet i aktier. Ibland kunde aktierna belånas med upp till 80 % av dagskursen. Under första världskriget var aktiebelåningen betydande och bidrog till expansionen på aktiemarknaden. Mellan en tredjedel och hälften av bankernas totala utlåning var baserad på aktiesäkerheter. Även under tjugotalsuppgången var aktiebelåningen omfattande. 1929 motsvarade aktiebelåningen 32 % av hela kreditvolymen. Därefter sjunker aktiebelåningens betydelse över tiden, från 1932 då aktiebelåningen motsvarade något över 50 % av börsens totala aktievärde fram till femtiotalets slut då motsvarande siffra är ca 2 %. Belåningskurserna hade sjunkit avsevärt över tiden och uppgick i allmänhet till mellan 30 och 40 % av aktiernas dagsvärde, och motsvarade ca 5 % av den totala utlåningen i affärsbanksväsendet.²

Nyemissioner

Företagsfinansiering och nyemissioner

Företag kan huvudsakligen finansiera sin verksamhet på två olika sätt, genom generering av egna vinstmedel och genom kapital från kapitalmarknaden. Det första kallas *intern finansiering* och det sista *extern finansiering*.

Externa finansieringsformer består av *nyemissioner* och *upplåning*. Upplåningsformerna kan vara av skiftande karaktär: banklån, obligationslån, förlagslån, leverantörskrediter osv.

Vid valet mellan nyemission eller upplåning i någon form kan det vara av betydelse vad kapitalet är avsett för. Inte bara investeringar i realkapital kan finansieras genom en nyemission. Den kan även vara avsedd för likviditetsökning, forskning, administration m.m. Ofta anlägger företagen långa tidsperspektiv i sin finansiella planering. Planeringstiden för en nyemission kan vara relativt kort, medan en investering kan kräva betydligt längre tid att genomföra.

Vid ett emissionsbeslut måste företagen ta hänsyn till många faktorer. Tidpunkten måste fastställas. Denna är av strategisk betydelse av flera olika skäl. Emissionen skall helst inte konkurrera med andra emissioner om utbudet av eventuellt riskvilligt kapital. Samtidigt måste aktien ligga "rätt" på marknaden. Både den allmänna situatio-

¹ Se Affärsvärldens generalaktieindex och Möllers (1962) index.

² Se *Stockholms fondbörs 100 år* (1963) och Möller (1962).

nen på aktiemarknaden och aktiens läge är av betydelse för möjligheten att framgångsrikt genomföra en emission. Även *emissionsrelationen* och *emissionskursen* måste fastställas. Emissionsrelationen anger hur stort nytillskottet av kapital är i förhållande till det gamla kapitalet. Emissionskursen är den kurs till vilken emissionen skall utbjudas på marknaden och till vilken kurs emissionen också skall placeras ut. Dessa olika villkor anges i ett s.k. emissionsprospekt som skickas ut till aktieägarna. I fastställandet av emissionsvillkoren deltar ofta bankerna.

Möjligheten för ett börsbolag att nyemittera aktier beror på den aktuella kursen i förhållande till nominalvärdet. Ju mer kursen för de gamla aktierna överstiger nominalvärdet, desto lättare blir det att placera de nya aktierna.

Är kursen tillräckligt hög kan de nya aktierna emitteras till mer än nominalvärdet, s.k. *överkurs*. Emissionskursen får dock ej understiga aktiernas dagskurs, annars skulle det inte gå att placera de nya aktierna. Nyemissioner ger vanligtvis tidigare aktieägare företrädesrätt att teckna de nyemitterade aktierna. Rättigheten kallas för *teckningsrätt*. Denna rätt kan säljas. Handel med teckningsrätter sker i börshuset genom fondkommissionärerna.

Apportemission och *riktad emission* är två olika former av nyemission. I en apportemission använder ett företag nytutgivna aktier som likvid vid köp av ett annat företag. Vid riktad emission placeras de emitterade aktierna hos en bestämd mottagare. På senare tid, sedan 1973, kan företagen också göra emissioner genom *skuldebrev med optionsrätt* och *konvertibla skuldebrev*.

En nyemission innebär en utökning av aktiekapitalet. Trots detta försöker företagen att bibehålla oförändrad utdelning även efter emissionen. Detta är ofta betydelsefullt både för aktieägarna och företaget. Vid en nyemission är det viktigt för företaget att få in så mycket kapital som möjligt. Man eftersträvar att sätta högsta möjliga emissionskurs. På så sätt blir utdelningskostnaden mindre och företagen kan lättare bibehålla utdelningen per aktie. Det finns även andra kostnadsskillnader mellan upplåning och emissionsfinansiering. Krediter måste alltid förräntas och amorteras, medan utdelningen till aktieägarna vid ekonomiska svårigheter kan reduceras eller helt inställas. Även skatteförhållandena påverkar företagets benägenhet att nyemittera. Kapital som tillförs företagen genom emissioner blir dubbelbeskattat. Först beskattas det inom företagen genom bolagsskatt sedan som skatt på utdelningen hos aktieägarna.

En annan betydelsefull faktor som bestämmer emissionsvolymen är läget på kreditmarknaden, där sådant som tillgång på långfristigt kapital, eventuella kreditrestriktioner och dylikt spelar en viktig roll.

Även ägarförhållanden och institutionella förhållanden kan påverka val av finansieringsmetod. Ett företag som inte vill öka sitt bankbero-

ende kan välja att anskaffa kapital genom nyemissioner i stället för att använda sig av bankkrediter. En ägargrupp som inte vill förlora kontrollen kan föredra upplåning framför emission.

Företagens möjligheter till intern kapitaluppbyggnad, som framför allt påverkas av skatteavskrivningsregler, utdelningsstorlek och vinstutveckling, är givetvis också av betydelse vid avvägningen mellan extern eller intern finansiering.

Vid utgivandet av en nyemission betraktas en god placering av densamma på marknaden som viktig för bolagets anseende. Det är inte bra för ett företags good-will om en nyemission bara delvis absorberas av marknaden. För aktien som sådan brukar en nyemission verka i kurssänkande riktning, då utbudet av aktien ökar. Vid kurssättningen är det av vikt att ta hänsyn till ett eventuellt kursfall, eftersom emissionskursen måste vara lägre än börskursen under teckningstiden.

Vissa undersökningar tyder på att kursfallet sker successivt över teckningstiden. Det finns dock även kurshöjande tendenser som en konsekvens av nyemission, t.ex. den ökade publiciteten på kort sikt och den på längre sikt ökade produktionsförmågan och vinstkapaciteten för det emitterande företaget.¹

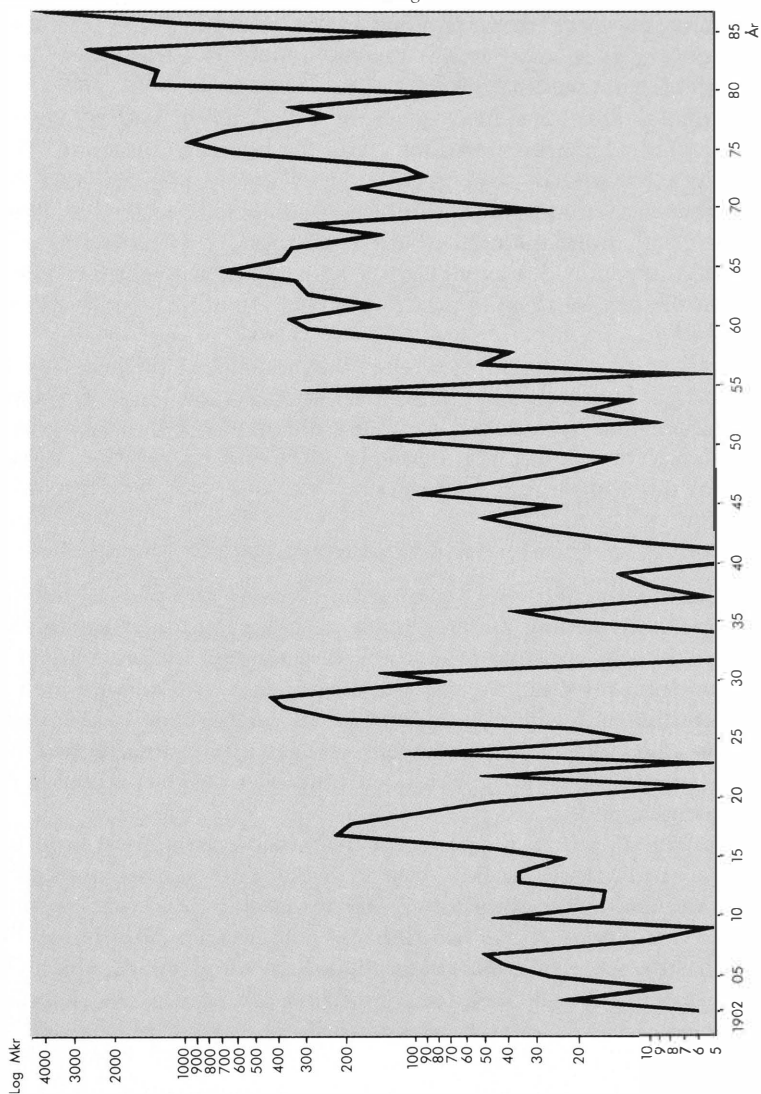
Nyemissionsvolymen

Diagrammet nedan visar schematiskt följande bild över nyemissionsvolymens utveckling under 1900-talet. Uppgång under första världskriget, kraftig uppgång mot slutet av tjugotalet och en relativt lugn period fram till slutet av andra världskriget. Därefter följde två relativt kraftiga uppgångar under femtioalet, en markant ökad emissionsvolym på 60-talet, och tillbakagång i början av sjuttioalet. Vid mitten av decenniet åter en uppgång och från 1981 en klart stigande emissionsverksamhet.

Den första större uppgången i nyemissionsaktiviteten kom under första världskriget. Särskilt åren 1917 och 1918 var nyemissionsvolymen av betydande omfattning, 204 respektive 222 Mkr. Nyemissionerna var under första världskriget billigare än alternativa finansieringsformer. Kreditmarknadssituationen var gynnsam, vilket var en förutsättning för aktieägarnas möjlighet att tillföra nytt kapital till företagen. Till vitaliteten på emissionsmarknaden bidrog den stora floran av emissionsbolag som växte upp under kriget. Sammanbrottet på aktiemarknaden ledde till en låg nyemissionsvolym under tjugotalets första hälft. År 1923 förekom överhuvudtaget inga nyemissioner i de börsnoterade företagen. Många placerare hade fått vidkännas svåra förmögenhetsminskningar och förtroendet för aktiemarknaden

¹ Möller (1962). SOU 1971:9 *Större företags offentliga redovisning*, SOU 1978:13 *Kapitalmarknadsutredningen samt Stockholms fondbörs 100 år* (1963).

De börsnoterade företagens nyemissioner av aktier 1902–1987. Löpande priser. Endast kontantemissioner och inkl. överkurser. Semilog.



Källa: Börsmaterialiet, Affärsvärlden, Svenska aktiebolag och Ragnar Boman.

Anm. 1987 års uppgift preliminär.

hade rubbats. En stor del av den befintliga nyemissionsvolymen under dessa år var heller inte placerade på den svenska marknaden, utan härrörde från Svenska Tändsticksaktiebolagets utländska emissioner. År 1922 svarade Svenska Tändsticksaktiebolaget och Kreuger & Toll för nästan hela nyemissionsvolymen hos börsbolagen. Vid mitten av tjugotalet började aktiemarknaden att långsamt återhämta sig.

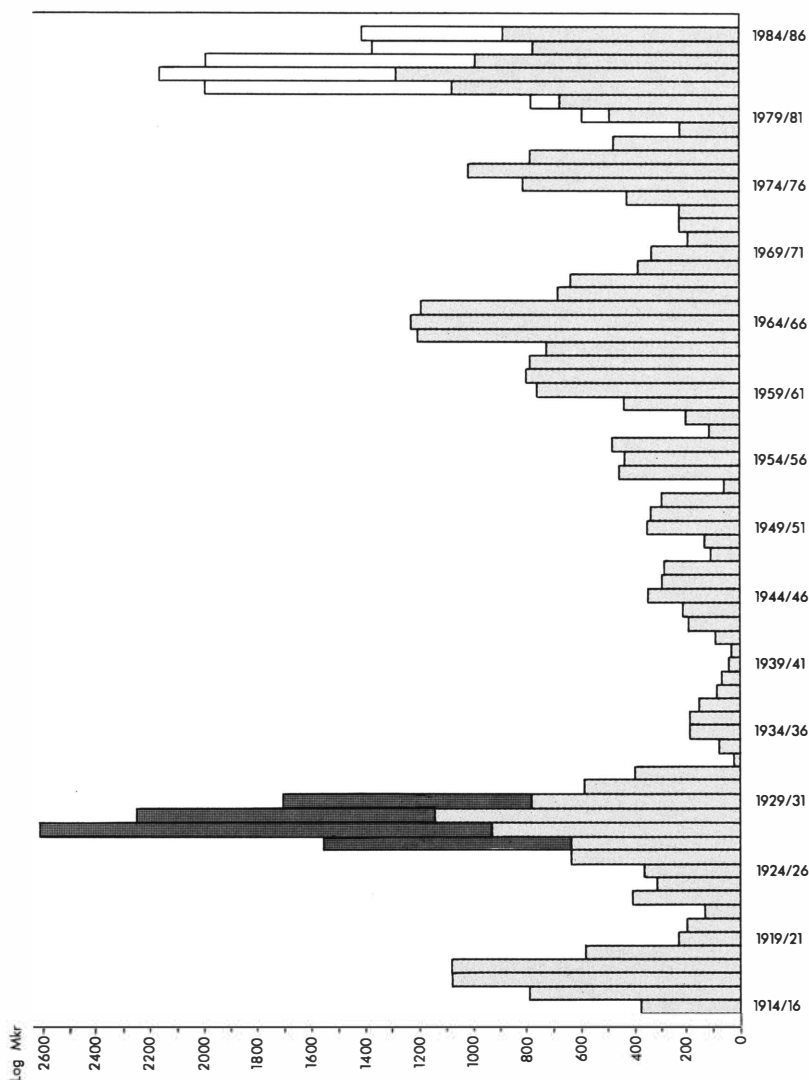
Perioden från 1920-talets mitt till den internationella finanskrisen 1931 är ett unikt skede i den svenska aktiemarknadens historia. Nyemissionsvolymen var omfattande. Detta avspeglade emellertid inte något starkt uppsving på den svenska aktiemarknaden som endast långsamt tillfrisknade från krisen i början på tjugotalet. I stället präglades bilden av utlandsemissioner dominerade av Ivar Kreugers internationella aktivitet. Under åren 1925–31 nyemitterade de börsnoterade svenska bolagen aktier (inklusive Kreuger & Tolls s.k. *participating debentures*) för ca 1,2 miljard kronor. Av detta svarade Svenska Tändsticksaktiebolaget och Kreuger & Toll för nästan 1,1 miljard kronor eller 85 %. Av den totala nyemissionsvolymen placerades emellertid knappt 230 Mkr (18 %) i Sverige. För *Kreuger & Toll participating debentures*, det mest beryktade av tjugotalets värdepapper, var den svenska marknadens nyemissionsandel endast ca 7,5 %.

Kreugerkraschen 1932 fick ett kraftigt genomslag på aktiemarknaden. Nyemissionsvolymen sjönk till obefintlighet. Den fortsatte att ligga på en relativt låg nivå, frånsett en kraftig uppgång 1936, fram till andra världskrigets slut. År 1951 uppvisar nyemissionsvolymen en ordentlig uppgång, från 41 Mkr 1950 till 176 Mkr 1951. Den ökade nyemissionsvolymen sammanföll i tiden dels med den s.k. Koreakonjunkturen, dels med räntereglering och kreditrestriktioner på de finansiella marknaderna. Nästa större uppgång kom år 1955, då emissionsvolymen uppgick till betydligt över 300 Mkr. Ca 40 % av börsbolagen genomförde nyemissioner under 1940- och 50-talen. Samtidigt ökade den interna finansieringen av företagens investeringsverksamhet och betydelsen av extern finansiering minskade. Fram till mitten av 60-talet var beskattningsförhållandena och avskrivningsbestämmelserna gynnsamma för företagens interna kapitalanskaffning.

Nyemissionsvolymen var stor på sextiotalet. 1965 uppgick den till nästan 700 Mkr. Vid mitten av sjuttiotalet steg ånyo emissionsvolymen kraftigt, efter en nedgång från 60-talets slut. Det har beräknats att nyemissionernas andel av företagens totala kapitalförsörjning motsvarade ca 20 % under perioden 1967–1976. Under åttiotalet har nyemissionsaktiviteten varit betydande och spelar en viktig roll i omvandlingen av riskkapitalmarknaden. Nästan 4 miljarder kronor tillfördes de börsnoterade bolagen genom nyemissioner under 1987.¹

¹ *Stockholms fondbörs 100 år* (1963), Glete (1981), Möller (1962). *Kapitalmarknadsutredningen* SOU 1978:13.

De börsnoterade företagens nyemissionsvolym 1914/16–1985/87. 1979 års fasta priser. Treårs glidande medelvärde.



Källa: Börsmateriale, Affärsvärlden, Svenska aktiebolag och Ragnar Boman samt årsredovisningar.

I stapeldiagrammet på föregående sida ges de börsnoterade företagens nyemissionsvolym 1914/16–1985/87, i 1979 års fasta priser med treårs glidande medelvärde. Det treåriga glidande medelvärdet har använts för att utjämna fluktuationerna mellan enstaka år. Ibland kan det vara svårt att fastställa exakt vilket år en emission egentligen genomfördes.

I reala tal är bilden något annorlunda än i löpande priser. Särskilt märkbar är den stora nyemissionsvolymen i slutet av tjugotalet. En stor del av nyemissionsvolymen bestod dock av riktade emissioner utomlands, vilket visas i den övre delen av staplarna. *Kreuger & Tolls participating debentures* spelade en framträdande roll under perioden. Över 90 % av dessa var dock placerade på utländska marknader, samtidigt som andra stora svenska företag såsom SKF, Separator och Electrolux genomförde nyemissioner utomlands. Följaktligen var en mindre del av nyemissionsvolymen placerad på den svenska aktiemarknaden under perioden.

Därefter följde i stort sett en period av stiltje fram till sextiotalet som uppvisar en omfattande nyemissionsvolym i fasta priser. Nästa större uppgång kom vid mitten av 1970-talet, dock var denna inte så accentuerad som sextiotalsuppgången. Inte ens 80-talets nyemissionsvolym når upp till tjugotalets högsta år. Även för 80-talet redovisas riktade emissioner utomlands i den övre delen av staplarna. Mer än hälften av den totala nyemissionsvolymen är dock under 80-talet placerad på den svenska aktiemarknaden, till skillnad från tjugotalet då andelen inhemsk nyemissionsvolym var betydligt mindre.

Källor

Otryckta källor

Fondbörsen – Kortregister över de börsnoterade företagen.

– Börsstyrelsens protokoll.

Boman, R. Nyemissionsmaterial.

Tryckta källor

Ekonomiska Meddelanden (utgivna av Svenska Bankföreningen).

Historisk statistik för Sverige.

Statistisk årsbok.

Statistisk årsbok för Stockholms stad 1905, 1908, 1913.

Svenska aktiebolag.

Årsredovisningar.

Tidskrift

Affärsvärlden.

Litteratur

Fondbörsutredningen: Förenklad aktiehantering SOU 1968:59.

Förtrolig företagsinformation och börshandel SOU 1970:38.

Större företags offentliga redovisning SOU 1971:9.

Fondbörsen SOU 1973:60.

Om fondkommissionrörelse m.m. SOU 1976:54.

Fondbörsens årsskrift (1986), *Stockholms Fondbörs och aktiemarknad 1985*.

Fondbörsens jubileumsbok "Stockholms Fondbörs 100 år" Stockholm 1963.

Glete, Jan (1981), *Kreugerkoncernen och krisen på svensk aktiemarknad*.

Möller, Birger (1962), *Svensk aktiemarknad*.

Östlind, Anders (1943), *Industrien och Affärsbankerna*.

Östlind, Anders (1945), *Svensk samhällsekonomi 1914–1922*.

Börsbolagens nyemissioner – källorna

Material om företagens nyemissioner finns dels på Stockholms Fondbörs, dels i Patent- och registreringsverkets statistik. Fondbörsens material består av ett kortregister över de företag som är eller har varit börsnoterade under 1900-talet. Materialet har ej tidigare använts för forskning. En genomgång av börsstyrelsens protokoll har också genomförts.

I kortregistret noteras förändringar i aktiekapitalet för varje enskilt företag. Underlagsmaterialet som kortregistret bygger på kommer från Patent- och registreringsverket.

En databas har lagts upp med börsmaterialen som underlag. I databasen har ett record lagts upp för varje nyemission, totalt ca 1275 records, med uppgifter om företagets namn, bransch, emissionsår, förändringen i aktiekapitalet, emissionskurs, nominellt aktievärde, totalt aktiekapital och inregistreringsår.

Ur källkritisk synvinkel kan man definiera två problem, dels materialets tillförlitlighet dels bortfallsmöjligheten vid bearbetningen av materialet.

Helhetsintrycket är att materialet har god tillförlitlighet och hög täckningsgrad, vilket bekräftas vid jämförelser med andra undersökningar och annat material. Bl.a. har Håkan Lindgren undersökt nyemissionsaktiviteten i de börsnoterade bolagen 1924–1945 genom att utnyttja uppgifter publicerade i Svenska aktiebolag. Särskilt för äldre tid är korten ordentligt och överskådligt förda. Givetvis är det av stor betydelse för materialets beskaffenhet och tillförlitlighet, med vilken noggrannhet som de olika börstjänstemännen har fört det.

Från Findata/Affärsvärlden har erhållits dels ett generalindex över aktiekursutvecklingen (Affärsvärldens) från 1921 dels ett konsumentprisindex, även den från 1921. Båda serierna har 1979 som basår. Generalindex har kedjats med Birger Möllers kursindex för börsstamaktier från 1914 som finns i "Svensk aktiemarknad" (1962). Möllers index är i stort sett identiskt med Affärsvärldens index, båda bygger på A-listans aktier. Konsumentprisindex har i sin tur kedjats med socialstyrelsens levnadskostnadsindex, även det från 1914.

Till deflator för att inflationsrensa de olika serier som används i kapitlet har konsumentprisindex (KPI) nyttjats. KPI kan anses vara ett relativt bra mått på penningvärdeförsämringen även om den offentliga sektorn inte inräknas i KPI.

III

Risikkapitalmarknadens renässans under 1980-talet

Ragnar Boman

Historia kan sällan skrivas mitt under ett pågående förlopp. När detta skrivs vid årsskiftet 1987/88, ligger bakom oss åtta års exempellöst uppsving för den svenska risikkapitalmarknaden liksom för de flesta andra aktiebörser av betydelse i världen.

I mitten av oktober 1987 upplevde vi dock en global avmattning. Förebådar den en återgång till tidigare decenniers passiva aktiemarknad? Eller kommer den i framtiden att uppfattas som en tillfällig parentes, en cyklisk nedgång? Personligen tror jag på det senare alternativet. Allt tyder på att den svenska aktiemarknaden i alla avseenden har etablerat sig på en långsiktigt uthållig nivå, som ligger långt över vad vi har sett under de närmast föregående decennierna.

Utan ett större avstånd i tiden är det omöjligt att helt skilja mellan stort och smått, att sovra i flödet av data och påståenden, att fånga in de relevanta orsakerna, innebörderna och effekterna. Det betyder att detta kapitel koncentrerar sig på några specifika händelser och förlopp på den svenska aktiemarknaden.

Utgångsläget

Rubriker väcker alltid frågor. Vad menas med "renässans"? Har vi haft en livaktig risikkapitalmarknad i Sverige någon gång tidigare? Nej, inte på samma nivå som under 1980-talet. Men bakom valet av detta uttryck ligger en jämförelse med åtminstone två fängslande kapitel i den svenska börsens tidigare historia, haussen 1917–1918 och Kreugertiden fram till kraschen 1932. Ändå förefaller dessa båda



Fondbörsens markeringstavla var centrum för börshandeln under hela sextio år och står som en symbol för stabiliteten på aktiemarknaden fram till slutet av 1970-talet.

glansperioder inte kunna mäta sig med 1980-talet. Riskkapitalmarknaden har numera en helt annan bredd och ett annat djup, oavsett om vi studerar kursutveckling, aktieomsättning, emissionsvolym eller introduktioner av nya företag på börsen.

År 1918 var ett märkligt år på Stockholmsbörsen, en kulmen på den svenska aktiemarknadens etableringsfas med inslag som inte har fått sin motsvarighet förrän under 1980-talet: rekordomsättning, mycket stora emissioner och börsintroduktioner, premiär för epokgörande ny teknik. Efter livligt experimenterande under ledning av börschefen Kurt Belfrage togs den nya elektromekaniska markeringstavlan i bruk. (Denna användes ända till den stora ombyggnaden av börslokaler 1978–79.) Året innan påbörjades distribuering av börsnoteringar via s.k. starkströmstelefon till ca 150 mottagare runt om i landet och senare kom även de s.k. börsavlyssnarna, genom vilka ett femtiotal abonnenter kunde följa uppropet på avstånd.

Det är betecknande för stiltjen på den svenska aktiemarknaden under de följande sextio åren att 1918 års rekordsiffra 1 586 Mkr inte nåddes igen – i löpande priser! – förrän år 1972, då aktieomsättningen uppgick till nästan 1,6 miljard kr.

Kring denna siffra pendlade så aktiehandeln 1970-talet ut. Det skulle dock dröja ytterligare drygt tio år innan likviditeten och omsätt-

ningshastigheten på 1918 års aktiemarknad överträffades. Marknadsvärdet av samtliga börsaktier under 1918 var ca 4,6 miljarder kr, vilket innebär att i runda tal en tredjedel av börsaktiestocken omsattes detta år. Den nivån uppnåddes inte förrän 1983.

Kreugertidens svenska aktiemarknad har beskrivits utförligt i bokform av Jan Glete och förbigås därför här. Vi kan dock kort och gott konstatera att Kreugerkraschen bidrog till att lägga den svenska börsen i träda under långa perioder en generation framåt.

Den svenska aktiemarknadens utveckling efter Kreuger är föga kartlagd och tillförlitlig statistik saknas på flera punkter. Det är därför vanskligt att göra väl underbyggda jämförelser mellan olika perioder.

Under de fem decennierna från 1932 fram till 1980 genomfördes troligen börsintroduktioner och nyemissioner på aktiemarknaden för sammanlagt ett mindre belopp (i fasta priser) än under 1980-talets åtta första år. Av Hans Althaimers kapitel framgår att nyemissionerna 1932–1979 visserligen var större än 1980–1987, men å andra sidan tyder beräkningar på grundval av andra källor på att introduktionerna under 1980-talet har varit väsentligt större.

En så lång period som femtio år kan inte beskrivas så schematiskt. En grov indelning i tre perioder kommer sanningen närmare (inom varje period sker cykliska upp- och nedgångar).

En stagnationsperiod 1932–1950. De sammanlagda nyemissionerna motsvarade (i fasta priser) ungefär lika mycket som nyteckningarna under de två toppåren 1930–31 respektive under 1987. Antalet börsbolag låg konstant kring 90.

En livlig period 1950–1965. Stora nyemissioner bland annat 1955, 1961 och 1965. Sammanlagt över 40 nya bolag introduceras och antalet börsbolag ökar till 115.

Mot slutet av denna period kan man se början till ett breddat aktiesparande. Ett tecken på detta är bildandet av aktiefonden Koncentra 1958 i Svenska Handelsbankens regi. Årsredovisningarna populariseras och bolagsstämmorna omvandlas i många av de största börsföretagen från korta och intima tillställningar till uppvisningar för hundratals småsparare.

Tillbakagång 1965–79. Med några undantag (1966–67 och 1975–76) ligger nyemissionerna på en relativt obetydlig nivå. Börsintroduktionerna minskar kraftigt i omfattning.

Från 1965 till 1979 minskade antalet börsregistrerade bolag netto med nära en femtedel, från 115 till 96 stycken. Under denna period börsregistrerades 24 nya bolag medan 43 avfördes efter fullbordade uppköp, oftast av andra börsbolag. Nettobortfallet blev alltså 19 bolag.

Under exempelvis 1975 och 1976 registrerades inte ett enda nytt börsbolag och under ett flertal andra år bara ett eller två bolag årligen. Varje år försvann i genomsnitt 2–3 bolag efter uppköp. Bland dessa

märks stora börspapper som Stockholms Bryggerier (1967), Metallverken och Scania-Vabis (1969), Turitz (1970) och Pribo (1975).

Bland nya bolag av större format märks Skånska Cementgjuteriet (1965), Dagens Nyheter (1966), ABV (1968), Fortia som senare bytte namn till Pharmacia (1969), Beijerinvest (1974) och Hexagon (1979).

Flertalet av dessa nya börsbolag flyttade upp till stora börslistan efter några år på fondhandlarlistan, den tidens motsvarighet till både börsens AII-lista och den nuvarande inofficiella s.k. väntelistan. För att få ett grepp om hela den svenska aktiemarknaden bör därför även fondhandlarlistan inkluderas.

Vid början av år 1969 noterades 110 bolag på fondbörsen och 37 på fondhandlarlistan, sammanlagt alltså 147 bolag. Under de följande elva åren, fram till slutet av 1979, minskade antalet praktiskt taget varje år (med undantag för de förhållandevis livliga emissions- och introduktionsåren 1974 och 1976). Vid utgången av 1979 hade antalet aktiemarknadsbolag minskat med 12 till 135. I genomsnitt försvann 4 bolag om året genom uppköp, medan 3 marknadsintroducerades.

Efter en tvåårig övergångsperiod avvecklades fondhandlarlistan under 1981 som en följd av bestämmelserna om monopol för Stockholms fondbörs i den nya börslagstiftning som trädde i kraft den 1 januari 1980. Huvuddelen av dessa företag överfördes under 1981 till AI-listan eller den nyinrättade AII-listan. Förändringen råkade sammanfalla med en nyintroduktionsvåg utan motstycke i svensk börshistoria, som skulle mer än fördubbla antalet publikt noterade bolag.

Påståendet att riskkapitalmarknaden har upplevt en renässans under 1980-talet gäller mot denna skissartade bakgrund alldeles särskilt introduktionerna av nya bolag. Även aktieemissionerna utomlands under 1980-talet och de utländska placerarnas inträde på marknaden, som beskrivs längre fram, framstår i historiskt perspektiv som anmärkningsvärda.

Med en viss överdrift kan man genom av 1980-talet färgade glasögon påstå att både tillgången på och utbudet av riskkapital var låg under stora delar av femtioårsperioden före 1980. De förmögna privatpersoner, som hade burit upp aktiemarknaden sedan dess födelse under 1800-talet, brände fingrarna på kursrasen efter första världskriget eller på belånade Kreugerpapper. Förmögenhetsutjämningen i det svenska samhället bidrog också till att de inte längre hade finansiella möjligheter att ställa upp med nytt kapital i samma utsträckning som tidigare. De stora institutionella placerarna hade ännu inte gjort entré på allvar.

Företagens behov av externt riskkapital var också länge begränsat. Självfinansieringen var hög, om än sakta sjunkande, samtidigt som expansionstakten tidvis var måttlig. Kreditmarknaden var mestadels lätt och lånemöjligheterna goda.

Från mitten av 1960-talet förvärrades läget successivt för de svenska

företagen och blev besvärligt mot slutet av 1970-talet. Lönsamheten blev då låg med förluster tidvis och inflationen sköt i höjden. Tillsammans med fortsatt expansion ledde detta till att de svenska företagens balansräkningar urholkades. Under 1970-talet sjönk till exempel Volvos soliditet från 35 % till 25 %, trots att just detta företag hade dragit in inte mindre än 800 Mkr i nyemissioner, för övrigt en stor del av samtliga nyteckningar under decenniet.

Höjdpunkten i krisen för de svenska storföretagen får illustreras av det en gång i börssammanhang helt dominerande Gränges. Gränges stod på randen av konkurs i slutet av 1970-talet och köptes därefter av Electrolux 1980. Branscher som stål, varv och rederier decimerades på börslistan eller försvann helt. Två bolag gick i konkurs 1978: Algots på börslistan och Skansen Lejonet på fondhandlarlistan.

Möjligheterna att nyemittera var små när lönsamheten var låg och börsen därför värderade ned företagens egna kapital till 25–50 %. Placerarna satsade istället på bland annat premieobligationer, som under 1979 omsatte mer än dubbelt så mycket som aktielistan, och på fastigheter.

På lång sikt kunde denna nedvärdering få allvarliga följder för företagsinvesteringarna i landet. Vem ville satsa i ny produktionskapacitet när man kunde köpa anläggningar indirekt via aktieförvärv med en "rabatt" på 50 % eller mer?

När 1980-talet började fanns det alltså inte mycket som tydde på några dramatiska förändringar till det bättre för aktiemarknaden. Men några ansatser fanns.

Världsekonomin hade börjat sin långsamma återhämtning efter oljekriserna, och en begynnande lönsamhetsförbättring i svensk industri kunde anas vid horisonten. I den svenska ekonomin hade stora budgetunderskott och betydande utlandsupplåning sedan mitten av 1970-talet medfört en kraftig kreditexpansion och överlikviditet. Insiktsfulla aktieplacere började inse att aktiekurserna var orimligt långt nedpressade även med ganska måttliga förväntningar om framtida lönsamhetsförbättringar.

På aktiemarknaden hade skattesubventionerade aktiefonder (skattefondsparandet) startat hösten 1978. En ny generation företagsledare började agera offensivt och lade grunden till det snabbt ökande börsintresset bland massmedia och allmänhet. Som ett tidigt exempel kan nämnas Volvos köp av Beijerinvest på hösten 1980. Affären blev visserligen på längre sikt en pseudohändelse och är nu nästan glömd, men den framstod då som en första klassens vitaliserande sensation.

Ytterligare draghjälp kom. Under 1980 infördes flera skattelättnader för privatpersoners aktieäggande. Skattefondsparandet som under de första åren inte hade blivit någon större succé fick en höjning av skattereduktionen från 20 % till 30 %. Privatpersoners utdelningsintäkter från börsaktier berättigade till skattereduktion upp till en viss

nivå, och beskattningen av realisationsvinster mildrades något för dessa grupper. Samtidigt försämrades kvittningsmöjligheterna för premieobligationer, vilket snabbt styrde över betydande kapital från premier till aktier. Inte sedan 1965 hade så omfattande skatteförändringar genomförts (men den gången hade de omvänt tecken genom höjningen av realisationsvinstskatten).

De nya skattereglerna blev kända på sommaren och hösten 1980. Aktieintresset började spridas som ringar på vatten och ledde omedelbart till stigande kurser och höjd aktivitet. För hela året blev kursuppgången 23 % – den bästa sedan 1975 – och den kom huvudsakligen under sista kvartalet.

”Genomlysningen” av marknaden förbättrades också, vilket kan ha stimulerat handeln ytterligare. I den nya börslagstiftning, som trädde i kraft den 1 januari 1980, gjordes efteranmälningar av affärer i börsaktier utanför fondbörsen obligatoriska för börsmedlemmarna (fr.o.m. 1 juli 1984 även för övriga fondkommissionärer). Den registrerade aktieomsättningen fyrfaldigades under 1980 från 1,9 till 7,6 miljarder kr men med hänsyn till efteranmälningarna torde den verkliga ökningen ha varit något lägre.

Nästa stora positiva nyhet kom i oktober 1982. Genom en kraftig devalvering av den svenska kronan med 16 % förbättrades i ett slag konkurrensförutsättningarna för det svenska näringslivet. Inte minst de utländska placerarna insåg snabbt att svenska börsaktier hade blivit attraktiva. Börsuppgången började ta fart på allvar.

Aktiehandeln under 1980-talet

Till skillnad från den tillfälliga boomen under några överhettade första världskrigsår uppvisar 1980-talet en kontinuerlig omsättningsökning med stor bredd. Som framgick av föregående avsnitt gjorde helt nya grupper entré på börsen och gamla aktieägare ökade sin aktivitet. Men bakom stigande börsomsättning måste finnas inte bara köpare utan också säljare.

Rörligheten i de stora aktieportföljerna började öka kraftigt med försäkringsbolagen som mest markant exempel. Så här beskrev Skandias finanschef (och tillträdande VD) Björn Wolrath den förändrade attityden i en intervju i bolagets årsredovisning för 1980:

– Tidigare investerade vi ungefär 50–100 miljoner kr per år och det blev en nettointivering eftersom vi knappast sålde något av vårt innehav. Men från och med hösten 1977 ändrade vi filosofi och började se på möjligheterna att sälja, att utnyttja den kunskap vi skaffat oss genom våra företagsanalyser.

Liknande förändringar märktes hos de båda andra stora försäkrings-

bolagen, SPP och Trygg-Hansa, liksom hos flera investmentbolag. Successivt blev även kortsiktig aktiehandel av betydande format hos de sistnämnda, ofta i särskilda dotterbolag.

Under 1981 började de utländska placerarna märkas på allvar på den svenska aktiemarknaden. Från att tidigare ha svarat för en obetydlig del av aktiehandeln i Stockholm stod de under 1981 för 5,5 % av börsomsättningen. Fortfarande var utländska placerare nettosäljare av svenska aktier i den löpande handeln. Med det ökande utlandsintresset öppnades dock möjligheter för svenska företag att genomföra riktade emissioner, som under 1981 uppgick till 400–500 Mkr. Därmed tillfördes den svenska aktiemarknaden detta år netto 345 Mkr från utlandet.

Genom den kraftiga devalveringen av den svenska kronan med 16 % i oktober 1982 förbättrades i ett slag konkurrensförutsättningarna för det svenska näringslivet. Inte minst de utländska placerarna insåg snabbt att svenska börsaktier hade blivit attraktiva. Under de följande åren kom därmed internationella investerare att svara för i medeltal 10 % av aktieomsättningen på Stockholms fondbörs och tillskjuta en mycket stor del av det nya riskkapitalet till marknaden. I själva verket blev de under några år den viktigaste enskilda köparkategorin.

Vid sidan av de utländska placerarna tillkom en annan ny stor grupp av aktieinvesterare på den svenska marknaden, börsföretagen själva. Eller rättare sagt, de gjorde come-back eftersom de då och då tidigare under efterkrigstiden varit stora ägare av börsaktier. Här finns exempel både på stora köp i rent kapitalplaceringssyfte, strategiska investeringar som på längre sikt syftade till ett fullständigt övertagande och kortsiktig finansförvaltning. Några av de mest aktiva investerarna under 1980-talet har varit de allra största börsföretagen som Skanska och Volvo eller medelstora bolag som Lundbergs och Skrinet.

En stor mängd uppköpserbudanden av börsbolag på andra börsbolag fungerade som vitamininjektioner på marknaden genom att förse placerarna med en ström av intresseväckande affärer och likvida medel. I den mån uppköpen var *hostile* (d.v.s. fientliga, och inte förankrade i "målföretaget") ökade publiciteten intresset ytterligare.

I sin roll som noterade investeringsobjekt bidrog börsbolagen också till uppsvinget. Styrelser och företagsledningar insåg vikten av en ny attityd till aktieägarna. Konkret innebar det ökat intresse för utdelningshöjningar och andra "kursvårdande" åtgärder som bättre information, särskilt om dolda reserver i fastigheter, skogar och kraftverk, satsningar på *investor relations* m.m.

Men vitaliseringen måste också ses i ett större sammanhang. Viktiga delar av de regleringar, som har haft stor betydelse för värdepappersmarknaderna sedan andra världskriget, har avskaffats under 1980-talet. Efter stegvisa förändringar under några år kan 1986

betecknas som genombrottsåret för en fri kreditmarknad i landet. Detta år avvecklades utlåningsrestriktionerna för alla kreditinstitut. Plikten för försäkringsbolag och AP-fonden att placera en viss andel av sina inflytande medel i stats- och bostadsobligationer upphörde och systemet med prioriterade obligationer avskaffades.

De svenska valutareglerna har också successivt liberaliserats och en fortsatt utveckling i denna riktning har signalerats från riksbanken och regeringen. De förändringar som sker 1987 och 1988 ger rätt för utlänningar att handla i svenska aktieoptioner och ökar utrymmet för svenskers förvärv av placeringsaktier i utländska bolag med s.k. switchvaluta.

Även i andra länder har valutarestriktioner avvecklats, som i Storbritannien, eller lättats. Avregleringen internationellt har också, i varierande utsträckning i olika länder, gällt förutsättningarna för fondkommissionärer och andra institut, nya värdepapper m.m. Effekterna av avregleringen är bland annat att nationsgränserna och skiljelinjerna mellan olika institut har börjat suddas ut.

Det utländska intresset ledde också till att underlaget för utländska börsnoteringar av svenska aktier ökade kraftigt. Vid utgången av 1987 fanns 21 svenska börsbolag noterade på ett tjugotal olika utländska börser eller inofficiella marknader. För flera bolag förekommer nu handel i tre världsdelar och därmed praktiskt taget dygnet runt. AGA, Pharmacia och Volvo noteras sålunda på flera börser i Europa, i New York och på Tokyobörsen.

För den svenska börsen innebär denna internationalisering också ett av de största hoten på lång sikt. Höga transaktionskostnader i Sverige, främst på grund av omsättningsskatten, riskerar att driva en allt större del av aktiehandeln utomlands och därmed försämra likviditeten på Stockholmsbörsen och affärsunderlaget för de svenska fondkommissionärerna.

Marknadens likviditet mäts enklast med omsättningshastigheten, d.v.s. aktieomsättningen i förhållande till aktiernas marknadsvärde. Från historiskt sett höga men internationellt sett mediokra 13 % under 1980 tog Stockholmsbörsen stora kliv uppåt under de följande tre åren för att fr.o.m. 1983 etablera en ny nivå kring 30 %, en internationellt fullt konkurrenskraftig likviditet. Från halvårsskiftet 1986, då omsättningsskatten fördubblades, sjönk omsättningshastigheten i stort sett konstant fram till börsraset i oktober 1987. Stora utförsäljningar av utländska placerare kunde då placeras på den inhemska marknaden. Detta skedde visserligen till priset av ett kraftigt kursfall, men Stockholmsbörsen hade ändå bestått provet med godkänt betyg.

Inte minst viktigt är att den svenska riskkapitalmarknadens uppsving också haft stor indirekt positiv betydelse för hela kapitalmarknadens funktionssätt. Kapitalkostnaderna för såväl näringsliv som andra samhällssektorer synes ha sjunkit.

Aktieomsättning Stockholms fondbörs 1980–1987.

	Total omsättning, Mkr	På börsen, i procent	Efteranmälda affärer, i procent	Periodens om- sättningshastighet i procent
1980	7 598	74	26	13
1981	18 580	70	30	19
1982	29 009	66	34	21
1983	75 797	63	37	31
1984	70 659	64	36	31
1985	83 358	56	44	29
1986	141 660	60	40	33
1987	124 566	66	34	30

Källa: 1980–1983 Stockholms fondbörs interna beräkningar.
1984–1987 Stockholms fondbörs årsberättelser.

Emissionsverksamheten under 1980-talet

Aktiehandel och emissionsverksamhet, d.v.s. aktiviteten på sekundär- och primärmarknaderna, går hand i hand. Stor emissionsvolym är otänkbar utan livlig aktiehandel. Under 1980-talet visas detta för de svenska börsaktierna med läroboksmässig tydlighet på såväl den inhemska som den internationella marknaden.

Under femtonårsperioden 1965–1979 nyemitterade de svenska börsföretagen aktier för i genomsnitt knappt 400 Mkr per år (apportemissioner och andra riktade emissioner i samband med främst företagsköp oräknade). För 1980-talet till och med 1987 är motsvarande genomsnittliga årliga emissionsvolym ca 1 800 Mkr, allt i löpande priser.

Tar vi hänsyn till inflationen nyanseras givetvis bilden men fortfarande ligger den genomsnittliga årliga emissionsvolymen under 1980-talet mer än dubbelt så högt som under den föregående femtonårsperioden.

Ytterligare knappt 50 Mkr per år placerades på marknaden vid introduktioner av nya bolag mellan åren 1964 och 1979. Motsvarande belopp för 1980-talet hittills är över 1 600 Mkr per år (löpande priser).

Lägg till detta emissioner av aktier utomlands på 7,5 miljarder kr och av konvertibler på minst 11 miljarder kr och vi kommer upp i ett totalt tillflöde av nytt riskkapital i vid mening till de svenska företagen på omkring 46 miljarder kr under åren 1980–87. (I denna siffra ingår alltså inte olika slag av riktade emissioner inom Sverige, vilket närmare beskrivs längre fram.)

Inte mindre än drygt 80 marknadsnoterade bolag har genomfört

nyemissioner med företrädesrätt för de gamla aktieägarna under 1980–1987. Det innebär att nästan vart fjärde aktiemarknadsbolag har utnyttjat denna finansieringskälla under åttaårsperioden. Åtskilliga bolag har vänt sig aktieägarna två gånger, ja t.o.m. tre gånger.

S-E-Banken har för egen räkning varit både flitigast och störst på primärmarknaden med tre emissioner som sammanlagt har dragit in drygt 1,5 miljard kr. Åtskilliga andra industriföretag har också fått stora kapitaltillskott denna väg: Sonesson drygt 800 Mkr, Saab-Scania 700 Mkr, Gambro drygt 700 Mkr (även om denna nyteckning, som genomfördes strax efter börsraset i oktober 1987, delvis misslyckades i den meningen att emissionsbanken fick ta större delen av beloppet), Nobel, SCA och Volvo 500–600 Mkr vardera.

De allra största emissionerna har dock av olika skäl placerats på utländska marknader. En anledning kan vara att dessa emissioner bedömdes vara för stora för den svenska börsen. En annan är att de var avsedda för finansiering av expansion i det aktuella landet. En tredje kan vara att de öppnade vägen för notering i London, New York eller på någon annan stor utländsk aktiemarknad med de direkta och indirekta fördelar detta kan innebära.

Pionjärer på utlandsmarknaderna redan under 1970-talet var några svenska företag som placerade konvertibla skuldebrev bland europeiska investerare. Sandvik var först på plan i november 1977 med ett konvertibelt lån på \$35 miljoner. Två år senare emitterade AGA och Esselte var sitt konvertibellån om \$25 miljoner.

Vägröjare på den amerikanska kapitalmarknaden var dåvarande Fortia (nuvarande Pharmacia), som under 1981 placerade aktier för ca 300 Mkr. Det verkliga genombrottsåret var 1983, då inte mindre än nio svenska börsbolag emitterade aktier för sammanlagt 3,7 miljarder kr i Europa och USA. Detta år gjordes också den dittills största utlandsemissionen, när Ericsson drog in 1,8 miljarder kr i USA. Först tre år senare, 1986, överträffades Ericsson av Electrolux, som finansierade ett antal stora utländska företagsförvärv med en aktieemission på 2,2 miljarder kr. Sammanlagt har under åren 1981–87 emitterats aktier för närmare 8 miljarder kr utanför Sveriges gränser.

Men de utländska placerarnas betydelse har varit större än så. Genom sina aktieköp på den svenska andrahandsmarknaden för ytterligare drygt 10,5 miljarder kr fram till halvårsskiftet 1986 frigjorde de också svenskt kapital för nyteckningar inom landet. Sammanlagt svarade utländska investerare för ett riskkapitaltillskott till den svenska marknaden under fem och ett halvt år på 18 miljarder kr mot sammanlagt ca 10 miljarder kr netto från de svenska placerarna alla kategorier. Det utländska kapitalets betydelse under dessa år kan alltså inte nog understrykas.

Fr.o.m. juli 1986 har dock flödet vänt, och därmed har de svenska placerarna kunnat bevisa sin kapacitet genom att ta hand om både

stora nettoförsäljningar från utlandet och betydande nyemissioner under främst 1987.

Så här långt finns en tillförlitlig statistik att bygga på. När det gäller riktade emissioner inom landet är mörkertalen fortfarande betydligt större.

En allt större del av emissionsaktiviteten har under senare år kommit att gälla riktade emissioner, som tecknas av ett större eller mindre antal ägare utan företrädesrätt för de gamla aktieägarna. Riktade emissioner kan förekomma i samband med företagsköp eller kapitaltillskott från enstaka placerare eller grupper av placerare.

En stor del av börsföretagens expansion under 1980-talet har skett genom köp av företag, börsnoterade och andra. Den övervägande delen av förvärven av börs- eller OTC-företag har finansierats med apportemissioner från det köpande företaget, oftast av aktier men ibland också av konvertibla skuldebrev.

Under åren 1980–87 har inte mindre än 94 företag på börsen, OTC eller den inofficiella marknaden blivit föremål för uppköpserbjudanden som har lett till ett fullständigt samgående. Köpare har i de flesta fall varit ett annat börsbolag. Ingen statistik föreligger om finansieringen av dessa uppköp, men uppskattningsvis har långt mer än hälften huvudsakligen betalats med nyemitterade aktier och/eller konvertibler. Även köp av icke börsnoterade företag, till exempel familjeföretag, har då och då finansierats med apportemissioner.

Sådana emissioner tillför visserligen inget riskkapital direkt, men indirekt är en stor volym apportemissioner en lika viktig indikator på en fungerande riskkapitalmarknad som "normala" nyemissioner. I nästa led kan apportemissioner också ge pengar i kassan för både köpare och säljare genom försäljning av rörelsefrämmande tillgångar i det köpta bolaget, respektive genom försäljning på marknaden av de nya aktierna.

En typ av riktade emissioner med andra bevekelsegrunder har ökat kraftigt i omfattning under mitten av 1980-talet: konvertibler till anställda. Dessa emissioner är normalt inte betingade av företagets kapitalbehov utan av en önskan att knyta personalen fastare till sig och ge en "morot" för kommande prestationer utan att för den skull "späda ut" aktieägarnas förmögenhet mer än marginellt. Konverteringskursen sätts vanligen 10–20 % över aktiens börskurs vid emissionen.

Företaget förmedlar oftast lån på hela beloppet med en ränta ett par procentenheter över avkastningen på konvertibelns. Den anställda satsar alltså normalt själv i praktiken efter skatt bara ca 1 % per år av konvertibelbeloppet, ett mycket blygsamt risktagande i förhållande till vinstmöjligheterna – förutsatt givetvis att bolaget inte går omkull.

Emissioner av personalkonvertibler kom i gång på allvar under 1984, då anställda i drygt 20 börs- och OTC-företag satsade drygt 500

Mkr. Efter successiva ökningar formligen exploderade personalkonvertiblerna 1987, då nära 5 miljarder kr emitterades. Totalt har under fyra år ca 8 miljarder tecknats av de anställda i ca 120 företag, d.v.s. nästan vartannat aktiemarknadsbolag.

En viktig del av primärmarknaden är förmågan att slussa in nya företag till börsen. Även i detta avseende innebar det tidiga 1980-talet en vändpunkt.

Tidigare har nämnts att aktiemarknaden under åren 1969–1979 fick ta emot i genomsnitt tre nya företag per år. Genomsnittet för åren 1980–87 uppgår till 28 bolag per år. Åren 1983 och 1984 innebar höjdpunkter hittills med inte mindre än 55 respektive 65 nya aktiemarknadsbolag.

Räknat i antal bolag har den 1982 nytilkomna OTC-marknaden inneburit den kraftigaste expansionen. Redan året efter starten, 1983, introducerades hela 30 OTC-bolag. Men även därefter har OTC (med undantag för ett år) tagit emot fler nya bolag än AI- och AII-listorna.

Sammanlagt har under åren 1980–87 hela 227 nya bolag sökt sig till aktiemarknaden, ofta i samband med stora kapitalökningar. Bland de största kan nämnas Investment AB Beijer (en s.k. avknoppning från Volvo) 1 115 Mkr 1983, Procordia (f.d. Statsföretag) 1 050 Mkr 1987, Skandia International (avknoppning från Skandia) 876 Mkr 1985 och PKbanken 512 Mkr 1984. Totalt uppgick introduktionerna till drygt 13 miljarder kr under perioden, d.v.s. nästan lika mycket som de totala nyemissionerna inom landet. Uppskattningsvis tre fjärdedelar av beloppet har tillskjutits som nytt kapital till bolaget, medan resten har tillfallit de gamla ägarna genom utförsäljning av aktier.

Den pånyttfödda aktiemarknaden under 1980-talet har alltså möjliggjort en vitalisering, både finansiellt och på andra sätt, av en rad olika typer av företag: statliga (PKbanken och Procordia) och fackligt ägda bolag (BPA), frikoppling av tidigare helägda dotterbolag (genom en rad s.k. avknoppningar från både börsbolag och andra storföretag), nystartade företag i mer eller mindre riskfyllda branscher (alltifrån den finansiella koncernen GotaGruppen till oljeprospekteringsföretaget Secab) och sist, men inte minst, medelstora familjeföretag genom OTC-marknadens tillkomst.

Därmed har också aktiemarknaden fått en spännande kvalitativ breddning med för börsen nya branscher som bilhandel, datakonsultföretag, elektroniktillverkning och reklambyråer. Men också tung basindustri har kunnat attrahera riskkapital: cellulosaindustri, sågverk, specialstål o.s.v.

Parallellt med introduktionsvågen har också ett stort antal företag fallit bort från listorna efter uppköp, från januari 1980 till december 1987 84 bolag, d.v.s. i genomsnitt drygt 10 bolag per år. Fondbörsen nådde sitt maximum med 174 bolag i april 1986 och hade i december 1987 157 bolag noterade.

Trots det stora bortfallet – som i sig representerar en genomgripande omstrukturering av det svenska näringslivet – har antalet aktiemarknadsbolag i vid mening fördubblats, från 130 vid 1980-talets ingång till 269 vid 1987 års slut. Kraven på placerarnas, mäklarnas och analytikernas kapacitet och kunskaper har mer än fördubblats.

Breddningen av handeln

Hur var då denna formliga explosion på aktiemarknaden möjlig? Suget från företagen efter kapital och trycket från placerarna var inte tillräckliga förutsättningar. Det behövdes också en vital mellanhand i form av fondhandlare. Även här byttes den tidigare pessimismen i framåtanda och kreativitet.

Hela efterkrigstiden fram till slutet av 1970-talet var en nedgångsperiod för fondhandeln, både för bankerna och de fria fondkommissionärsfirmorna. En rad företag slogs ihop eller lades ned. Fram till 1981 startades bara en enda fondkommissionärsfirma, Persson & Co (1974).

Först i vågen av nya fondkommissionärsfirmor under 1980-talet var aktieanalytikern Sven Hagströmer, som startade eget 1981. Under de följande sex åren fick hans firma sällskap av sexton andra samtidigt som flera affärs- och sparbanker fick fondkommissionärstillstånd.

Arbets sättet förändrades och tjänsteutbudet växte. En kår av s.k. institutionsmäklare började aktivt leta efter stora poster att förmedla. Ibland kan t.o.m. en stor företagssammanslagning initieras den vägen. I dag är de flesta fondkommissionärer mer eller mindre fullsorterade finansiella koncerner. De tidigare skarpa gränserna mellan affärsbanker, fondkommissionsbolag, finansbolag, aktiefondbolag och invest- mentbolag suddas i praktiken ut mer och mer, vad än lagstiftare och myndigheter anser. Och bakom dessa finansiella institut står kapital- starka industriföretag med egen finansförvaltning av samma storleks- ordning som en medelstor bank, Asea, Lundbergs, Volvo m.fl.

Nya typer av finansiella institut startas: "broker-företag" för för- medling av värdepappersaffärer, bolag som "hyr ut" aktier för att möjliggöra blankning, informationsföretag som Reuters för datorise- rad rapportering om handel och nyheter, "market-makers" som köper och säljer värdepapper kontinuerligt.

Mats Hallvarsson ger i sitt avsnitt, s. 79, en utförligare beskrivning av utveckling inom fondhandeln.

Nya delmarknader

Stockholms fondbörs har ett legalt monopol på fondbörsverksamhet i Sverige. I praktiken har detta dock inte hindrat att emissioner och handel av aktier i Sverige under 1980-talet har breddats till att omfatta

betydande och delvis föga kartlagda marknader utanför Stockholms fondbörs. Detta är i själva verket ett av de mest intressanta fenomenen på den svenska riskkapitalmarknaden och ett lika värtaligt bevis på riskkapitalets renässans som expansionen inom fondbörsens ram.

Man kan därför numera tala om flera olika delmarknader som kan indelas efter bland annat ägarspridning och handelns omfattning. I direktiven för den sittande statliga värdepappersmarknadskommittén ingår dock att se över den växande inofficiella handeln, varför bilden kan komma att förändras i början av 1990-talet.

OTC-marknaden

Utvecklingen på kapitalmarknaderna går oftast sina egna vägar med lagstiftaren i släptåg några år senare. Ett viktigt undantag finns: skapandet av den s.k. OTC-marknaden, som öppnade en kanal till riskkapitalet för medelstora främst familjeägda företag. En ovanligt framgångsrik och väl "timad" statlig utredning föreslog 1981 vissa nya arrangemang för att ge möjlighet till marknadsnotering för sådana företag med förmånligare skatteregler än för börsaktier. OTC fick därför en ställning formellt utanför börsen, med en fondkommissionär som *market-maker* och med bankinspektionen och börschefen som tillsynsorgan. Kraven för OTC-notering motsvarar dem som ställs på börsbolag men är något mindre högt ställda.

Vid slutet av december 1987 noterades 73 OTC-företag med ett totalt marknadsvärde på ca 12 miljarder kr. Aktieomsättningen (inkl. efteranmälda affärer) uppgick under 1987 till nära 2,7 miljarder kr.

Inofficiella noteringar

Fr.o.m. 1981 har i växande omfattning emitterats aktier i bolag som siktar på börsregistrering först på längre sikt, när fondbörsens krav kan väntas vara uppfyllda. Sådana aktier handlas inofficiellt i fondbörsens lokaler av börsmedlemmarna. Fondbörsen saknar möjlighet och vilja att reglera eller försvåra denna inofficiella handel i börshuset. Anledningen är främst att handeln inte anses vara fondbörsverksamhet i lagens mening.

Kurserna noterades till en början i tidningarna under rubriken "väntelistan". Efter ett ingripande från börsledningen i slutet av 1983 begränsades noteringarna under denna rubrik till att bara gälla företag som inlämnat ansökan om börsregistrering och som kan förväntas få denna ansökan beviljad inom normalt en sexmånadersperiod.

Kursnoteringar för aktierna i de företag som inte bör noteras under rubriken "väntelistan" men som ändå är föremål för en daglig inofficiell handel i börshuset sprids via börsmedlemmarna och ett privat informationsföretag. Handeln gäller huvudsakligen aktier i sådana

företag som under senare år har vänt sig till allmänheten med ett emissions- eller inköpserbjudande utan att uppfylla kraven för börs- eller OTC-notering. Introduktionerna har till exempel gällt nystartade, nyligen omstrukturerade (t.ex. bolag, som har "avknoppats" från ett börsnoterat moderbolag) eller relativt små företag.

Bland de inofficiella noteringarna märks också ett par företag som har avregistrerats från fondbörsen (Fermenta och Kinnevik) och några företag, som har meddelat att man inte har för avsikt att ansöka om notering på fondbörsen eller OTC (sannolikt av skatteskal, då förmögenhets- och arvsbeskattning för inofficiellt noterade aktier är gynnsammare än för börs- och OTC-aktier).

Vilka företag som handlas och noteras på detta sätt avgörs av dels börsmedlemmarna, dels massmedia. Avgörande är främst affärsmässiga och journalistiska bedömningar: är handeln tillräckligt omfattande för att motivera offentliggörande av dagliga noteringar? Detta betyder också att formella eller skrivna regler för denna marknad saknas.

I slutet av december 1987 noterades på detta sätt aktier i 35 företag (och på "väntelistan" ytterligare fyra företag) med ett totalt marknadsvärde av drygt 18 miljarder kr. Uppgifter om aktieomsättning föreligger inte.

I beskrivningen i detta avsnitt och i de statistiska uppgifterna ingår de inofficiellt noterade företagen, eftersom de tillhör riskkapitalmarknaden i vid mening.

Utanför dessa dagligt noterade papper finns ytterligare några "listor".

"C-listan" är i allt väsentligt en motsvarighet till de dagliga inofficiella noteringarna men avser företag som omsätts mer sporadiskt. De företag som noteras är sannolikt alla kvalificerade för notering på fondbörsen eller OTC, men ägarna föredrar av skatteskal en inofficiell notering. Liksom för övriga inofficiella marknader saknas regler.

Vid slutet av december 1987 noterades på detta sätt aktier i sju företag med ett totalt marknadsvärde av drygt 6 miljarder kr. Uppgifter om aktieomsättning föreligger inte. Det största företaget är Gränneverken.

Ett mindre antal relativt nybildade företag med måttlig aktiespridning har sammanslutit sig i en förening, "D-listeföreningen", för att möjliggöra offentliggörande av kursnoteringar. (Namnet anspelar på att företagen är mindre och har lägre ägarspridning etc. än företagen på "C-listan".) Föreningen har uppdragit åt ett privat konsultföretag att förmedla aktier och i annonsform sprida uppgifter om aktuella köp- och säljkurser.

Vid slutet av december 1987 noterades på detta sätt aktier i sju företag med ett totalt marknadsvärde av drygt 0,1 miljard kr. Uppgifter om aktieomsättning föreligger inte.

En omskriven men hittills föga betydelsefull ny företeelse är de lokala aktiemarknaderna. Under 1984 togs på olika håll i landet initiativ till en organiserad regional handel med aktier i sådana mindre och medelstora företag som inte uppfyllde kraven för tillträde till OTC-marknaden. I en cirkulärskrivelse till bankerna avrådde bankinspektionen från planerna, bl.a. med hänvisning till svårigheterna att på ett tillfredsställande sätt lösa viktiga frågor som kvalitetsgranskning av företagen, krav på snabb och korrekt ekonomisk information till allmänheten och på åtgärder för att, så långt möjligt, förhindra manipulationer med kurserna och insideraffärer.

Underlaget och intresset för en lokal handel med aktier i mindre företag förefaller – oavsett bankspektionens inställning – ha varit ringa trots det gynnsamma börsklimatet. För mindre än tio företag förekommer idag regelbunden lokal aktiehandel. En förklaring kan vara att reglerna för OTC medger introduktion av företag med ett marknadsvärde under ca 18 milj kr, d.v.s. de flesta företag som kan komma i fråga för en marknadsnotering.

Andra kanaler blev desto viktigare för kapitaltillskott till mindre företag, venture capital-bolag, regionala investmentbolag etc. Bakom dessa står delvis staten men främst privat kapital, både från storföretag och enskilda intressenter. Den pånyttfödda organiserade riskkapitalmarknaden var en viktig förutsättning för satsningarna. Utan denna skulle det vara väsentligt svårare att lyfta av mogna engagemang och därmed att våga gå in i mindre företag. Särskilt OTC-marknadens tillkomst bör ha haft stor betydelse för expansionen av venture capital-bolag och regionala investmentbolag och för förmögna privatpersoners intresse för att satsa i mindre företag.

Uppgifter om kursnoteringar insamlas och vidarebefordras också av ett fondkommissionsbolag (Stockholm Fondkommission i nyhetsbrevet "Venture Opportunities"). Det gäller drygt ett dussin företag med minst 100 aktieägare, där aktier omsätts regelbundet, ibland flera gånger varje vecka. Marknadsvärdet på dessa företag uppgick i slutet av december 1987 till drygt 0,5 miljard kr. Uppgifter om aktieomsättning föreligger inte. (I nyhetsbrevet sprids f.ö. även kursuppgifter om aktier från "C-listan", "D-listan" och vissa lokalt omsatta aktier.) Aktiespridningen har i dessa fall vanligen skett genom s.k. *private placements*, d.v.s. emissionserbudanden genom prospekt, som riktats till en utvald grupp, till exempel kunder hos en viss bank eller fondkommissionär.

Kännetecknande för aktiemarknaden fram till slutet av 1970-talet var att praktiskt taget samtliga kontanta nyemissioner tecknades av alla aktieägare i ett berört börsföretag. Introduktioner av nya börsbolag genomfördes genom erbjudanden till "allmänheten", d.v.s. alla intresserade privata och institutionella placerare inbjöds att delta. De nyintroducerade bolagen avsåg därefter att bli noterade för allmän

aktiehandel på fondbörsens AI- eller AII-lista respektive OTC-listan. Under 1980-talet har dock en växande andel av emissions- och introduktionsverksamheten i publika bolag fått en selektiv karaktär.

Riktade emissioner inom och utom landet har berörts i avsnittet om emissionsverksamheten (sid. 65).

I introduktionssammanhang har *private placements* av aktier i icke börsnoterade företag börjat användas i Sverige. Detta innebär att en bank eller en fondkommissionär vänder sig till en liten utvald grupp placerare med erbjudanden att teckna aktier i ett nybildat eller expanderande äldre företag. Anledningen till en sådan selektivitet kan ibland vara att företaget eller dess rådgivare är osäkra om möjligheterna att genomföra en emission på den allmänna marknaden. I andra fall kan företaget sträva efter att få ett litet antal stora aktieägare, som förväntas delta med även annat än kapitaltillskott, till exempel marknadskontakter, företagsledningskunnande eller samarbetsprojekt. Banken eller fondkommissionärsfirman kan också vara angelägen att ett teckningserbjudande förbehålls de egna kunderna.

Det största och mest kända exemplet på en *private placement* härrör sig från 1984. Datatronic behövde ett större kapitaltillskott för att köpa en konkursdrabbad amerikansk mikrodatorstillverkare. En nystartad svensk *merchant bank* (finansmäklare) förmedlade 259 milj kr i nytt eget kapital till Datatronic från ett tjugotal större institutionella placerare. Fr.o.m. året efter blev aktierna i Datatronic föremål för en daglig inofficiell notering.

Nya värdepapper

Ännu i mitten av 1970-talet handlade riskkapitalmarknaden i allt väsentligt om aktier. Men grunden lades till en spirande marknad för andra värdepapper som successivt under 1980-talet har kommit att spela en viktig roll, konvertibler och teckningsoptioner.

Genom en lagändring under 1973 möjliggjordes emissioner av konvertibla skuldebrev och s.k. optionslån, d.v.s. obligationer eller andra lån förenade med optionsrätt till nyteckning (eller teckningsoptioner som de numera vanligen kallas för att undvika förväxling med andra typer av optioner).

Konvertiblerna fick sitt genombrott på marknaden under 1975 vid Beijerinvests köp av Pribo, som betalades med bl.a. konvertibla skuldebrev på sammanlagt 343 milj kr. Därefter följde några emissioner där de gamla aktieägarna i några börsbolag erbjöds att teckna konvertibler. Som tidigare nämnts provades också det nya instrumentet på utlandsmarknaderna i ett par fall under slutet av 1970-talet.

Under 1980-talet har konvertibla skuldebrev använts som betalningsmedel vid flera mycket stora företagsaffärer, Electrolux köp av

Gränges 1980, Agas köp av Uddeholm och Stora Kopparbergs förvärv av Billerud 1985 m.fl.

För den breda allmänheten har dock konvertibler blivit kända först genom de stora emissionerna till anställda i en lång rad börsföretag under främst 1986 och 1987.

En ny variant av konvertibler presenterades av investmentbolaget Argentus i samarbete med Svenska Handelsbanken under 1985, s.k. KVB (konvertibla vinstandelsbevis). Räntan på dessa är relaterad till utdelningen på den bakomliggande aktien och löptiden är mycket lång, 40 år (mot 5–10 år för ett vanligt konvertibelt lån). En KVB prissätts därför snarare som en aktie och noteras också på egen plats på kurslistan.

Tillförlitlig statistik över emissioner av konvertibler saknas. En grov överslagsberäkning ger dock följande siffror. Kontantemissionerna inom och utom landet har under 1980–1987 uppgått till ca 11 miljarder kr, varav som tidigare nämnts ca 8 miljarder kr har tecknats av anställda. Ytterligare ca 6 miljarder kr har emitterats i samband med företagsköp. Under 1980–86 har ca 5 miljarder kr konverterats till aktier och den utestående stocken vid slutet av 1986 uppgick till ca 12 miljarder kr.

Av de konvertibla lån som hittills har löpt ut förefaller praktiskt taget 100 % ha konverterats till aktier medan en försvinnande liten del av ägarna har föredragit att istället få tillbaka det nominella lånebeloppet.

Den möjlighet till emissioner av optionslån som öppnades i aktiebolagslagen 1973 utnyttjades till en början mycket sparsamt. Genom ett utslag i regeringsrätten under 1983 klarlades de skattemässiga förutsättningarna och en rad börsföretag utnyttjade därefter denna emissionskanal. Lånen löper med låg ränta, oftast omkring 7 %, vilket var möjligt eftersom de innehöll flera attraktiva komponenter för placera- rarna. Den avskiljbara teckningsoptionen ger möjlighet att nyteckna aktier i företaget i framtiden till en förutbestämd kurs. Genom att sälja lånebeviset på marknaden kunde investeraren skaffa sig en avdragsgill realisationsförlust.

Under 1983 och 1984 emitterades optionslån för sammanlagt ca 8,5 miljarder. Efter införandet av nya skatteregler fr.o.m. december 1984 har dock emissionerna av optionslån minskat till en mycket låg nivå.

Till sist skall också kort nämnas om de nya marknaderna för s.k. derivatinstrument, d.v.s. optioner och terminskontrakt avseende bl.a. aktier och aktieportföljer (*index*). Dessa ligger utanför den egentliga riskkapitalmarknaden, men har stor betydelse genom de möjligheter de erbjuder placera- rarna på andrahandsmarknaden att minska (eller öka) sin risk.

Handeln i dessa värdepapper sker helt utanför Stockholms fondbörs i två privata företags regi, Stockholms Optionsmarknad (OM) respek-

tive Sweden Options and Futures Exchange (SOFE). Dessa marknader ligger utanför ramen för detta kapitel.

Effekter på börsföretagens ekonomiska ställning

Det svenska näringslivet upplevde som tidigare nämnts besvärliga förhållanden under en stor del av 1970-talet. Räntabiliteten var låg med en botten under 1977, då börsföretagen som helhet gick med förlust. Soliditeten fortsatte att falla som den hade gjort åtminstone sedan mitten av 1960-talet (för tidigare år medger årsredovisningarna inte tillförlitliga beräkningar) och nådde obehagligt låga tal.

Liksom på aktiemarknaden skedde en markant omsvängning för börsföretagens ekonomi i alla avseenden fr.o.m. 1981–1982 (det är naturligtvis ingen tillfällighet att detta sker ungefär samtidigt). Räntabiliteten kom successivt upp till nivåer som gjorde det möjligt att attrahera nytt kapital. Högre vinster och nyemissioner medförde att soliditetskurvan fick ett mindre lyft uppåt för att därefter plana ut.

Börsföretagens ekonomiska utveckling 1967–1986.

	Räntabilitet eget kapital före skatt i procent	Soliditet ¹ i procent		Räntabilitet eget kapital före skatt i procent	Soliditet ¹ i procent
1967	7	39	1981	5	22
1970	11	34	1982	15	25
1975	8	26	1983	25	27
1977	–1	24	1984	30	27
1979	9	24	1985	27	27
1980	9	23	1986	24	27

Anm.: På grund av varierande beräkningsmetoder och population är siffrorna mellan olika år inte helt jämförbara. I underlaget ingår huvuddelen av de börsnoterade bolagen exkl. banker, investmentbolag och försäkringsbolag. Fr.o.m. 1982 ingår inte heller fastighetsbolag.

¹Redovisat eget kapital + 50 % av obeskattade reserver i % av balansomslutningen.

Källa: Aktiv Placering.

Man kan fråga sig varför börsföretagens soliditet inte har förbättrats mer. Svaret är att den förbättrade kapitalförsörjningen har möjliggjort en kraftfull expansion. Anläggningsinvesteringarna mer än fördubblades från 1982 till 1986 (i löpande priser) och en rad stora företagsförvärv genomfördes. Företagen har också valt att behålla en hög likviditet istället för att betala tillbaka skulder.

Motsvarande utveckling har skett bland OTC-företagen. För dessa föreligger ingen statistisk överblick, men man vågar ändå påstå att

flertalet har kunnat växa betydligt snabbare genom både intern expansion och företagsköp än om de hade stått utanför riskkapitalmarknaden. Alternativet hade varit att gå upp i en större koncern.

Ägarstrukturen i börsföretagen

Som tidigare har nämnts har de svenska aktiemarknadsbolagen under åren 1980–1987 tillförts minst 46 miljarder kr i nytt riskkapital (i vid mening, inklusive konvertibler). En så omfattande emissionsverksamhet måste också sätta sina spår i ägarstrukturen bland börsföretagen. Olika typer av ägare har ju inte samma intresse eller finansiella möjligheter att ställa upp med nytt riskkapital.

Tillgänglig statistik medger ännu inte någon noggrann analys av hur detta har skett. Vissa iakttagelser kan dock göras.

Ägarstrukturen i börsföretagen 1979 och 1985.

	Andel av börsvärdet	
	1979	1985
Börsnoterade investmentbolag	14	13
Börsnoterade rörelsedrivande bolag	5	8
delsumma Börsnoterade bolag	19	21
Försäkringsbolag	13	11
Övriga bolag	8	11
Stiftelser, fonder, intresseorganisationer	16	10
Stat, kommun	—	3
AP-fonden, löntagarfonder	2	3
Aktiefonder	2	5
Utländska ägare	4	8
Svenska privatpersoner	36	21
Ofördelade innehav	—	7
Summa	100	100

Källor: 1979 SOU 1982:28 sid. 18, 1985 prel. beräkningar av SCB.

I beskrivningen ovan har två ägarkategorier framstått som mer aktiva än andra, utländska placerare och börsföretagen själva. Som framgår av tabellen har dessa två grupper ökat sina ägarandelar kraftigt, för de utländska investerarna en fördubbling, från 4 % till ungefär 8 %.

Ett stort kapitaltillflöde har också kommit från s.k. institutionella placerare, som aktiefonder (genom skattesparandet och allemanssparandet), AP-fonden och löntagarfonderna. Tillsammans har dessa också fördubblat sin andel av det totala börsvärdet.

Andra grupper har däremot inte kunnat eller velat tillskjuta tillräckligt med kapital för att bibehålla sina ägarandelar. Mest markant är nedgången för de privata hushållen, även om vi tar hänsyn till att de flyttat över en del av sina investeringar till aktiefonderna. Men också

stiftelser och i viss utsträckning försäkringsbolag har minskat sina andelar.

Sammanfattningsvis har börsen under första hälften av 1980-talet genomgått en fortsatt institutionalisering. Effekten av detta har bland annat blivit en ökad professionalisering – en allt större del av aktiestocken hanteras av heltidsanställda personer.

Källor

Större delen av de angivna publikationerna har använts som källa och inspiration för respektive avsnitt. Dessutom anges ytterligare en del skrifter som lämpar sig för den som vill tränga djupare in i olika frågeställningar.

Periodiska allmänna publikationer

Affärsvärldens årsbok 1977–.

Industri och industripolitik 1982–. Industridepartementet.

Skandinaviska Enskilda Bankens Kvartalsskrift. Årliga genomgångar av börsbolagens bokslut i nr 2 eller nr 3. (Dessa baseras på genomgångar i Aktiv Placerings årliga publikation *Företagsanalyser*.)

Stockholms fondbörs årsberättelser 1965–.

Allmän översikt

Bertmar, Lars (1987), "Svensk kapitalmarknad" i Södersten, Bo (red), *Marknad och politik*, Dialogos.

Utgångsläget

Beije, Rupert (red), (1946), *Medéns Börshandbok*. Andra årgången.

Belfrage, Kurt, (1918), *Stockholms Fondbörs, historisk och statistisk redogörelse 1917–1918*.

Carlsson, Torsten, (1978), *Aktiemarknaden*, Kapitalmarknadsutredningen, SOU 1978:13.

Glete, Jan, (1981), *Kreugerkoncernen och krisen på den svenska aktiemarknaden*. Historiska institutionen, Stockholms universitet.

Möller, Birger, (1962), *Svensk aktiemarknad*. Nationalekonomiska institutionen, Göteborgs universitet.

Pokorny, C. R., (1959), *Aktieplacerares handbok*, Industri- och handelsbolagen på fondbörsens A-lista, Bonniers Förlag, Stockholm 1958. Förvaltnings- och holdingbolag, rederier, varv, banker och försäkringsbolag på fondbörsens aktielistor, Bonniers Förlag.

Stockholms fondbörs 100 år (1963).

Emissionsverksamheten under 1980-talet

Leokommissionen (1986), *Riktade emissioner av aktier m.m.*, Ds Fi 1986:21.

Breddningen av marknaden

GotaGruppen, prospekt 1987.

Nya delmarknader

OTC 1984. Hagström & Silléns skriftserie nr 1/85.

OTC-marknaden – hittillsvarande erfarenheter, (1985), Industriförbundets förlag.
Stockholm Fondkommission, "Venture Opportunities", månatligt nyhetsbrev.

Effekter på börsföretagens ekonomiska ställning

Affärsvärldens årsbok 1977–.

Aktiv Placering, Företagsanalyser 1979–.

Ägarstrukturen i börsföretagen

Boman, Ragnar (1982), *Ägarstrukturen i börsföretagen*, SOU 1982:28.

Hedlund, Gunnar, Hägg, Ingemund, Hörnell, Erik och Rydén, Bengt (1985), *Institutioner som aktieägare – Förvaltare? Industrialister? Klippare?*, SNS Förlag.

Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och Makten i Sveriges börsföretag*, Dagens Nyheters förlag, Stockholm, årsvis 1985–.

Ömsesidigt aktieäggande mellan svenska börsföretag. En kartlägningsrapport från Ägarutredningen. Ds I 1986:6.

Övrigt

Rundfelt, Rolf (1984), *Insideraffärer och börsetik*, SNS Förlag.

IV

1970-talet – en förberedelseperiod för 1980-talets omvälvning

Mats Hallvarsson

Att välja startpunkt för ett nytt skede i en utveckling är en vanskelig uppgift. Men nog ser det idag ut som om Stockholms Fondbörs med stor omsorg valde att bygga om börshuset just mellan juni 1978 och september 1979.

När börsombuden bänkade sig i uppropssalen en dag i början av september 1979 var det inte bara en ny arbetsplats som tog emot dem. Börshistorikerna kommer sannolikt att vilja förlägga inledningen av en ny era till just detta år.

Renoveringen hade skapat en vacker miljö i teak och mässing och glada textilier. Ett milt silande motljus från Stortorgsfönstren försatte uppropspodiet i ett behagligt dunkel under soliga dagar. På ombudens pulpeter stod var sin bildskärmsterminal, en symbol så god som någon för en ny epok.

Få av de 100-talet personer som hade börsen som daglig arbetsplats saknade de gamla knirkande och nedgångna lokalerna, där den elektromekaniska markeringstavlan från 1918 tronade mellan två pelare i östra delen av salen (åskådarplatser numera).

Men det var inte bara moderniseringen av lokalerna och ett etappmål i börsens datorisering som förberett handeln i börshuset för en ny tid. 1979 kom också den nya lagen om Stockholms Fondbörs och fondkommissionslagen, de sista stegen i 1970-talets stora lagstiftningsreform på fondbörs- och värdepappersområdet. Även om förändring-

arna i sak var mindre än många väntat sig omgavs börshandeln av en i stora delar ny lagstiftning vid decennieskiftet.

I oktober 1978 hade också den borgerliga regeringen lanserat det s.k. skattefondsparandet, som kom att bli något av en symbol för Stockholmsbörsens 1980-talsrenässans när reglerna så småningom ändrades.

1970-talet var i mångt och mycket en förberedelse, en accelerationssträcka för 1980-talets börsomvälvning. Strukturer och rutiner etablerade av 1919 års fondkommissionslag och Kreugerkraschens erfarenheter började ge vika. Årtiondet innebar en period av skärpt reglering och ökad genomlysning av handeln, en professionalisering och modernisering med ny teknik.

Det finns en risk i att överbetona den egna epokens betydelse på bekostnad av en mer fjärran tid. Men för den viktiga mellanhanden i aktiemarknaden, fondkommissionären – vare sig denne var bank eller s.k. fri fondkommissionär – har onekligen 1980-talet varit en mer spännande tid än de övriga årtiondena efter andra världskriget. I synnerhet om firman också var börsmedlem med börsombud och säte i börshuset.

De första 35 åren efter andra världskriget var en tydlig nedgångsperiod för fondkommissionärerna. Antalet börsmedlemmar minskade med 40 % från 31 till 18. Bortfallet var ungefär lika stort bland bankerna som bland de andra fondkommissionärerna, men orsakerna var skilda. Bland bankerna försvann de flesta genom sammanslagningar, som t.ex. mellan Skandinaviska Banken och Stockholms Enskilda Bank 1972.

För fondkommissionärsfirmorna rörde det sig nästan helt om rena nedläggningar, t.ex. de på sin tid kända firmorna Banck, Fristedt respektive C Bert Lilja. AB Fondkommission slogs 1977 ihop med Jacobson & Ponsbach som överlevde tack vare inlemmandet i den byggjätte som numera heter Skanska.

Belysande för skillnaderna i "börs klimatet" är ett exempel på courtageintäkterna. *Courtaget* är den avgift som fondkommissionären tar ut av kunderna för att genomföra aktietransaktionerna. Numera stora och välkända Carnegie Fondkommission, som tidigare hette Bankirfirman Langenskiöld, hade så sent som 1968 courtageintäkter på 78 000 kr och betjänade huvudsakligen ägarfamiljen och närstående bolag. 1979 var intäkterna 9 Mkr med 19 anställda, 1986 var de 216 Mkr med 101 anställda.

Under hela efterkrigstiden fram till 1981 nyetablerades bara en enda fondkommissionärsfirma, Persson & Co 1974. Flera av de kvarvarande firmorna hade allvarliga planer på att komplettera med helt andra verksamheter för att överleva. Två nya banker tillkom dock bland börsmedlemmarna: Wermlandsbanken under 1950-talet och Föreningsbankernas Bank 1976.

Nekade affärer

1970-talet var en brytningstid som återspeglades bland börsombuden själva. Där fanns ett stort generationsgap mellan några herrar långt över pensionsåldern och de kadrer av unga som kommit in efter den stora utrensningen i slutet på 1960-talet, då ca 20 börsombud avstängdes på minst två år.

Flera av dessa äldre herrar kom och gick som de ville. De representerade de mindre bankirfirmornas förkrigsanda: få kunder, en stagnande bransch och en nedärvd reviruppdelning i handeln. Till och med storbankerna kunde ännu i början på 1970-talet neka affärer med hänvisning till att "Kinneviks aktieaffärer sköttes av herr Larsson hos Bergs".

Men deras tid var ute. En ny generation hade i slutet av 1960-talet börjat störa den gamla revirindelningen. De blivande stjärnmäklarna Tomas Fischer och Erik Penser bröt ny mark. I stället för att sitta och vänta på order från kunderna tog de själva kontakt för att föreslå omplaceringar och skapade därmed affärer. Arbetssättet gav upphov till en kår av s.k. institutionsmäklare som aktivt försöker hitta stora poster att förmedla. Ibland kan till och med en stor företagssammanslagning börja på så sätt.

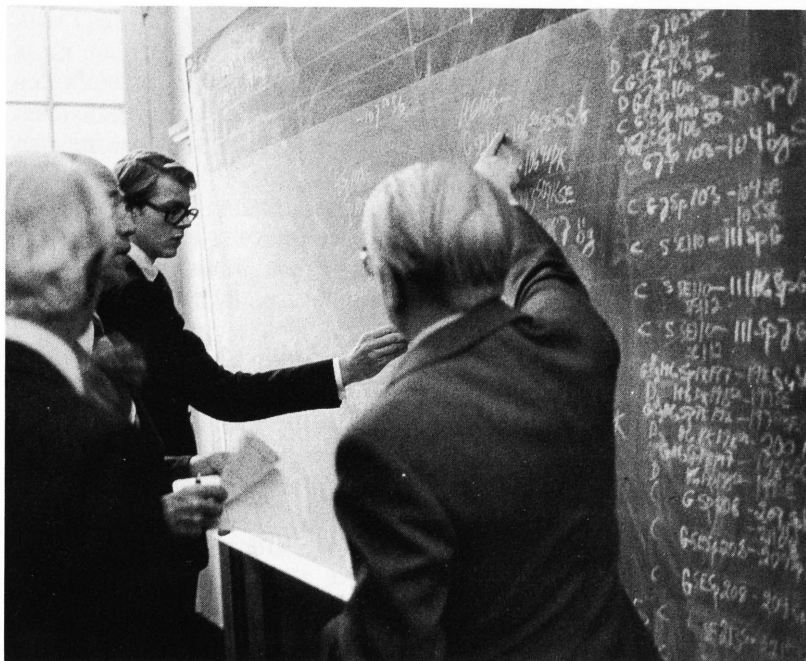
Det nya arbetssättet kom att bilda skola och i takt med den ökande aggressiviteten växte kammarna på de yngre börsombuden. I stället för ordermottagare blev de initiativtagare till affärer. De skaffade sig ordentliga kontaktnät, inte bara bland personliga kunder utan även ute i företagen. De lärde sig hitta de affärskombinationer och de skattemässiga transaktioner som var de fördelaktigaste för kunderna.

Börsombudens alltmer professionella uppträdande och aktivare arbete följdes åt av en allt lättsammare stämning i börslokalerna. "Du" blev det allmänna tilltalsordet. Klädseln skiftade från 1960-talets dominerande mörka till 1970-talets, visserligen strikta, men alltmer personligt färgrika stil.

I det praktiska vardagsarbetet var kanske den största förändringen i börshuset under 1970-talet datorernas intåg. Idag är det svårt att tro att börshandeln, registrering och rapportering, för 15 år sedan i princip sköttes på samma sätt som under 1920-talet.

1974 inledde börsen en femårsplan för att datorisera delar av handeln. Uppropet med dess stora elektromekaniska markeringstavla från 1918 fungerade tillfredsställande med de låga omsättningsvolymerna i det inledande 1970-talet. Ett par miljoner kronor var vardagsmat. En riktigt hetsig dag kanske det dubbla.

Efterbörsen, som i brist på riktigt säker rapportering antogs svara för ungefär hälften av dagsomsättningen, sköttes med krittavlor. Där "annonserade" medlemsfirmorna sina bud. En viss förbättring var att en uppsättning videokameror riktades mot krittavlorna. Inne i fond-



En fysiskt märkbar detalj i den kraftigt växande aktiemarknaden i Sverige är de allt fler "listor" som börsombuden måste bevaka på krittavlor i börshuset.

kommissionärernas "skåp", de minimala kontorsutrymmena man disponerade i börshuset, kunde börsombuden avläsa budgivningen på skärm.

Datorn i garderoben

Det var därför naturligt att börja datoriseringsarbetet med efterbörsen. Lösningen blev en minidator med fyra gemensamma inmatnings-terminaler, där ombuden kunde knappa in sina priser för de 12 mest omsatta aktierna. Samtliga skåp fick också en monitor. 1975 byggdes systemet ut med inmatningsterminaler i alla skåpen.

Därefter var det dags för den ålderdomliga protokollföringen under uppropet. Detta sköttes i princip på samma sätt som i seklets början med uppspödsledare och två protokollförare. Under sittande börs gjorde man konstpauser för att motläsa protokoll. Efter uppropet hade kanslipersonalen ett väldigt sjå med att renskriva protokollen och räkna fram omsättningen.

1976 kom en ny uppsättning terminaler, som löpande protokollförde uppropet och löpande gav omsättningen. Börsens medlemmar var dock inte helt med i svängarna kring den nya tekniken. Efter en hel del övertalning lyckades börsledningen 1977 få fondkommissionärerna att acceptera skrivterminaler hemma på kontoren för uppropets slutkurser och avslut samt efterbörsens avslut.

I planerna ingick också en modernisering av markeringssystemet under uppropet med terminaler på ombudens pulpeter i uppropssalen. En förutsättning var att principerna i det nya systemet inte skulle vara annorlunda än tidigare.

Börsombuden hade sedan första världskrigets dagar tryckt in sina bud på knappar i bänkarna. Röda, gröna och vita lampor signalerade hur buden kom i turordning, markerade köp-, sälj- och betalkurser samt inblandade fondkommissionärer. Datoriseringen kom i rättan tid. Det visade sig att den gamla elektromekaniska markeringstavlan från 1918 med sina koppartrådar sannolikt aldrig skulle kunnat sättas ihop igen, när den väl monterats ned inför flyttningen 1978 till Gamla Riksdagshuset, börsens hem under ombyggnaden. Nu står den i ett lager och väntar kanske på museiplats.

Datoriseringen kopierade det gamla systemet med datorskärmar på pulpeterna. Där följde ombuden 1970-talets enorma upprop med samtliga aktier, premieobligationer och hela obligationslistan, den s. k. *O I-listan*, som ropades varje dag. Premieobligationer hade under 1970-talet tidvis en omsättning i nivå med den redovisade aktieomsättningen i huset.

Samtidigt passade man på att ytterligare modernisera handeln under efterbörsen. Det datoriserade budsystemet tog hand om samtliga papper. Tidigare hade det omfattat bara de mest handlade papperen. Men till skillnad mot uppropet skedde de verkliga prisförhandlingarna, som tidigare, ansikte mot ansikte mellan ombuden.

Placeringen av det växande antalet datorer var ett ständigt problem. Börsens första dator ställdes helt enkelt i garderoben hos 1:e börssekreterare Gösta Lindberg, som var ansvarig för datorutbyggnaden. Garderobsutrymmena blev med årens lopp allt trängre. Maskinparken fick under 1980-talet till slut ordentliga utrymmen i en datorhall i källaren.

1970-talets datorisering förenklade börsens omfattande registrerings- och rapporteringsarbete av kurser och affärer. Informationen om kursläge och omsättning kunde nu löpande spridas till terminaler i huset och till fondkommissionärernas hemmakontor och till allmänheten.

Med en ordentlig statistik på dagsbasis från 1977 blev genomlysningen av handeln mycket skarpare. Det låg i linje med de ständigt ökande kraven på mer information och bättre handelsetik under hela 1970-talet.

Just hanteringen av information i samband med värdepappershandel var en av huvudfrågorna för *fondbörsutredningen*, som började arbeta 1966. Den hade ett omfattande mandat, att i princip modernisera hela lagstiftningen kring värdepappershandeln. Denna hade knappast ändrats alls sedan 1919. Även om uppdraget inte formulerades som en etisk uppstramning kom det att bli ett av delresultaten.

Det trixades på börsen under 1970-talet liksom under tidigare årtionden – förmodligen mer än idag. Möjligheterna minskade dock hela tiden. Insiderhandel var vanlig hos stora aktörer och hos ombuden själva. Den magra rapporteringen från handeln gjorde det möjligt att "slinta" litet mer, som ett börsombud uttrycker det. Många affärer lades helt enkelt utanför börsen, dels därför att rapporteringskrav saknades, dels därför att courtagesättningen var fri.

Etiken var ännu långt in på 1970-talet snarast en intern ordningsfråga på börsen. I börsordningen från 1970 förbjöds ombuden att för egen räkning handla med värdepapper i "större omfattning än som står i rimligt förhållande till inkomst och förmögenhetsförhållanden".

De skulle vidare meddela Bankinspektionen alla sina egna och anhörigas affärer, och börschefen skulle hålla ett register på hela denna krets, öppet för alla börsmedlemmar. 1970 bestod listan av 188 personer.

Fondbörsutredningen skärpte emellertid etikkraven i etapper under hela 1970-talet. Den arbetade i över tio år och kom med flera betänkanden.

Dess första förslag ledde till *insiderlagstiftningen* 1971. Därmed definierades insiderkretsen och avkrävdes en rapporteringsskyldighet för aktieinnehav och förändringar i innehavet inom en viss tid. Utredningen rekommenderade bland annat en hårdare övervakning av börsombuden via deras egna anställningsavtal. Lagstiftningen skärptes efter ett par år och ålade börsombuden att vid vite rapportera sina aktieaffärer.

Börsen får monopol

Därefter bröt regeringen loss ett par delförslag som riksdagen beslutade om 1974 och 1976: en mer partsammansatt börsstyrelse, möjlighet till börsstopp i handeln i enskilda aktier samt ett nytt inregistre-ringskontrakt för noterat börspapper.

De riktigt stora reformstegen skulle emellertid vänta ända till 1979. Då resulterade ett betänkande från 1973 i en ny lag för Stockholms Fondbörs. Fondbörsen fick sitt faktiska monopol bekräftat med ett legalt monopol på värdepappershandeln.

Med visst fog kan man påstå att börsen inte hade haft ett fullständigt monopol. Fondhandlarföreningen brukade regelbundet hänga upp sin lista, *fondhandlarlistan*, i börslokalerna. Några äldre mäklare



Ännu in på 1970-talet dominerade det strikt mörklädda och "kavajerna på" hos börsombuden som arbetade i en miljö i stort sett oförändrad från åren efter första världskriget.



I dagens börslokaler är det uppkavlade skjortärmar och unga ansikten riktade mot terminalskärmar som fyller de flesta av börslokalernas vinklar och vrår. Språket är det internationella börsidiomet fyllt med engelska dator- och finans-termer.

höll också ett litet informellt "upprop" för listans företag kring ett bord. En tredje lista, *C-listan*, med ett tiotal sporadiskt handlade aktier noterades också på krittavlor.

Det legala monopolet innebar att fondhandlarlistan 1981 omvandlades till dagens *A II-lista*, där kraven för notering är anpassade till något mindre företag än dem som noteras på den stora listan, *A I-listan*.

Viktiga nya bestämmelser för handeln var också att borsmedlemmarna även måste rapportera alla större avslut med datum, kurser och volymer som gjordes utanför börsen. Därmed etablerades de *efteranmällda affärerna*. Det var ett betydelsefullt steg eftersom en allt större del av omsättningen glidit utanför börsens väggar. Idag svarar efteranmällda affärer för närmare hälften av omsättningen.

1919 års lagstiftning utraderad

Fondbörsutredningens sista betänkande, Om Fondkommissionsrörelse m.m. (1976) återkom till flera frågor kring själva börshandeln och etiken. Insiderlagen hade öppnat ögonen. I debatten förekom allt oftare frågan om vilka som egentligen borde vara insiders.

Betänkandet innehöll ett svar med en utvidgning av insiderkretsen. Den kom att omfatta i stort sett alla som yrkesmässigt "bedriver eller medverkar vid handel med värdepapper". Dessa kategorier ålades nu samma regler som den gamla insiderkretsen. Fondkommissionärernas personal fick inte handla med värdepapper "annat än för långsiktig förmögenhetsförvaltning". Dessutom förbjöds blankningsaffärer för borsmedlemmarna.

Betänkandets centrala förslag ledde till en särskild fondkommissionslag (1979). Därmed var det gamla lagkomplexet från 1919 definitivt utraderat. Bland annat blev aktiebolagsformen nu den enda lagliga för fondkommissionärerna, samtidigt som sparbanker och jordbruksskassor fick rätt att också bedriva fondkommissionsrörelse.

Vidare fick fondkommissionärerna inte engagera sig som garantier för emissioner. Deras låneverksamhet inskränktes till att enbart "underlätta aktiehandeln" och kapitaltäckningskraven skärptes.

En viktig förändring för handeln var de nya reglerna för fondkommissionärernas aktieaffärer för egen räkning. Den allmänna meningen i börskretsar var att de aktier som fondkommissionären köpte och höll i eget lager fungerade som smörjmedel för marknaden.

Det var inte alltid möjligt för kommissionärerna att snabbt samla ihop aktier på marknaden för att fullgöra kundernas order. Om man då kunde fylla på ur det egna lagret blev marknaden mer likvid och extrema kurstoppar eller -bottnar utjämnade. Detta gällde särskilt handeln med *udda poster*, order som inte samstämde med jämna börsposter.

Men det är klart att handeln i egen räkning också var en inkomstkälla för de skickliga fondkommissionärerna. Dessutom hade det egna lagret av aktier hos en del antagit rena investmentbolagskaraktären och innehöll maktstrategiskt viktiga innehav. Frågan var dessutom konkurrenskänslig, eftersom bankerna inte hade möjlighet att hålla aktier i egen räkning.

Fondkommissionslagen sade att fondkommissionärernas innehav endast skulle få vara ett rent handelslager, för att just underlätta handeln i udda poster och hålla marknaden mera likvid. Bankerna fick samma bestämmelser, vilket var viktigt principiellt. 1930-talsbestämmelsen att banker inte fick äga aktier luckrades därmed upp. Regeln blev ett högsta belopp vid månadens slut för handelslagret, med möjligheter för Bankinspektionen att ge dispens. 1987 var beloppet 50 Mkr.

Vidare reglerade lagstiftningen courtaget: mäklarens ersättning blev proportionerlig till affärens storlek. Courtagesatserna hade av hävd bestämts av börser i børsordningen. Dessa fasta satser hade förut gällt enbart affärer uppgjorda på börser. Det nya blev att ansvaret lades på Bankinspektionen. Samtliga affärer i børsregistrerade papper skulle nu omfattas av regleringen.

Dessutom avslutades i praktiken en epok i börshusets handel: courtagemäklarens. Ombud som mer eller mindre levde endast på courtage var mycket vanliga i börserns ungdom. Efter hand hade deras krets tunnats ut, men ännu under 70-talets början fanns några få kvar.

Flera børsordningar hade successivt inskräppt regeln att huvuddelen av inkomsten skulle komma från fast lön, men detta krav släpptes åter 1960. Faktum var att många ombud i praktiken kunde skapa sig en mindre förmögenhet på courtaget. I anställningen ingick ofta överenskommelser som t.ex. att börsombudet och hans arbetsgivare skulle dela på courtagen. Nu förespråkade den nya lagen om igen att inkomsten av anställningen huvudsakligen skulle grundas på fast lön.

1980-talet – Stockholmsbörsen mognar

En beskrivning av bakgrunden till den enastående börsutvecklingen i världen och i Sverige under 1980-talet kan följa tre teman: *datorisering, internationalisering och avreglering*.

Den snabba tekniska upprustningen och internationaliseringen går det inte att ta miste på i dagens börslokaler. Börsskåpen dignar av terminaler och dess innevånare bryter på det finansidiom som blivit hela världens:

- Reutertickern säger att primen sänkts!
- Dow slog all-time-high i fredags och Nikkei tycks följa efter!
- Programtradingen körde ner kurserna sista timmen på blue chips!

Börsombuden *tradar* numera, de talar om *earningstrender* och *corners* och konkurrenter som *dealer* i ett papper och USA-analytikens *projektioner* och tittar gärna på *price earnings* och *net asset value* och varför inte *book value* för att kunna komma fram till en *trading range* o.s.v.

När det gäller avreglering är det svårt att finna belägg i själva aktiehandeln. Aktörerna på Stortorget har idag i själva verket fler formella regler och informella bestämmelser att ta hänsyn till än någonsin tidigare. Regelverket har hela tiden förfinats under 1980-talet. Den omskrivna avregleringen har skett på ett annat plan, den har gällt det svenska finansiella systemet i stort, banksektorn, riksbankens styrning, kreditmarknaden, valutalagstiftningen, etableringsmöjligheter o.s.v.

En ny, hetsigare tid märks också i en allt jäktigare vardag för börsombuden. Bilden av sprintande ungdomar med fladdrande kavajskört och kjolar blev en populär stereotyp bild i massmedia.

Trafiken i lokalerna ökade bl.a. i takt med att allt fler "listor" åkte upp på väggarna. Den stora, betydelsefulla nyheten var *OTC-listan* (OTC: *Over The Counter*, d.v.s. aktier som säljs "över disk"). Denna marknad för mindre företag öppnade 1982 och blev snabbt en succé som kapitalkälla med 65 noterade företag redan efter två år. Buden annonserades på krittavlor i börsens lokaler, men lades från och med juni 1984 in i börsens datasystem. Från mitten av 1980-talet växte också snabbt den s.k. *inofficiella listan* på krittavlor till att omfatta över 30 bolag 1987.

Det som kanske främst kom att prägla den nya miljön i börshuset var de nya börsombuden och andra fondkommissionärsanställda. Nyetableringarna i branschen har varit många under 1980-talet med aktieanalytikern Sven Hagströmers firma först i raden (1981). Under de följande sex åren fick han sällskap av ytterligare 16 andra, samtidigt som flera affärs- och sparbanker fick fondkommissionärstillstånd.

Under detta decennium fram till december 1987 har antalet fondkommissionärer mer än fördubblats, från 18 till 41 trots bortfall genom sammanslagningar: Sundsvallsbanken och Uplandsbanken till Nordbanken, Richard Hägglöf och Jacobson och Ponsbach till Hägglöf & Ponsbach samt Lundmark och Co och Nordia till Nordia.

Ett nytt inslag i branschen är att hela elva fondkommissionärer för närvarande står utanför Stockholms Fondbörs: två utlandsägda banker, fyra sparbanker, en affärsbank och fyra fondkommissionärsfirmor.

Alla företag med fondkommissionärstillstånd är alltså inte medlemmar av börsen och kan därmed inte delta i handeln inne i börshuset utan får i sin tur utnyttja en fondkommissionär för att genomföra kundorderna. Skälen är olika. Några, t.ex. sparbanker och utlandsbanker, har för få eller för små affärer, andra, t.ex. privata fondkommissionärsfirmor, kan vara starkt specialiserade på t.ex. utländska



De små skåpen, de utrymmen börsombuden jobbar i på börsen, dignar numera av skärmar och annan kommunikationsutrustning.

aktieaffärer eller penningmarknadsinstrument och tycker inte att det är lönt att vara medlemmar. Det är ju en hel del kostnader förknippade med börsmedlemskap i form av personal och medlemsavgifter. I slutet av 1987 hade 29 börsmedlemmar 145 godkända börsombud plus ett stort antal s.k. telefonvakter i börshuset. Skåp hade bokstavligen staplats på varandra när de nya medlemmarnas börsombud tog plats i utrymmen högt under valven. Börsens egen personal nära nog fördubblades under 1980-talet till 55 personer i slutet på 1987.

De nya var i allmänhet välutbildade yngre män och kvinnor som såg karriärmöjligheter i ett modeyrke. Rekryteringsvägen var ungefär densamma som under 1970-talet, ett år eller två på fondavdelningen i en bank eller på kontoret hos en fondkommissionär.

Rekryteringen var emellertid hela tiden ett stort problem. Personalhungeriga privata fondkommissionärer brandskattade ständigt bankerna. Dessas striktare lönesättning och förhinder att ge stora bonus, resultatlöner eller deläggande vållade ofta personalkriser på bankernas fondavdelningar.

De privata fondkommissionärerna kunde ibland "stjäla" stora grupper av mäklare och börsombud i rader som tidningarna följde med stora rubriker. I den heta marknaden steg kostnaderna våldsamt för personal, i form av högre löner, för datorer och snygga lokaler.

Lönesättningen luckrades åter upp. Del i courtaget eller annan resultatstimulans blev vanlig. De privata fondkommissionärerna stärkte sin ställning på marknaden. Deras andel av courtaget steg från ca 35 % 1980 till närmare 60 % 1987.

Courtaget fritt

Nyetableringarna ledde emellertid knappast till någon ökad konkurrens med t.ex. courtage. 1984 släppte visserligen Bankinspektionen courtaget fritt, så när som på en maximiprissättning för små affärer. Men courtage-sättningen fortsatte ändå vara i stort sett samstämmig för mindre privatplacerares affärer. Den genomsnittliga courtagenivån sänktes knappast. För de stora affärerna pressade dock konkurrensen ned priserna.

Den allmänna tendensen av avreglering på de svenska finansmarknaderna, uppkomsten av nya finansinstrument och – marknader förändrade också inriktningen av och strukturen på fondkommissionärerna. De flesta fondkommissionärer är idag mer eller mindre fullsorterade finansiella koncerner. Ur 1987 års prospekt för den första verkliga finansiella koncernen i Sverige, GotaGruppen, finns beskrivningar av några delar av verksamheten:

Investmentbankingverksamheten tillhör en av de mest expansiva delarna av finansmarknaden i stort. Verksamheten utgörs främst av

värdepappershandel och kapitalanskaffning; det senare bygger på kunnande om publika emissioner och andra erbjudanden, köp och försäljning av företag, strukturaffärer och olika typer av projektfinansiering.

Bildandet av GotaGruppen, intern expansion inom andra bolag och en rad företagsköp har lett till att de tidigare skarpa gränserna mellan affärsbanker, fondkommissionsbolag, finansbolag, aktiefondsbolag och investmentbolag i praktiken suddas ut alltmer, en utveckling som oroar både myndigheter och regering.

Även i börshandeln vidgades synfältet betydligt. Börsmedlemmarna började snegla på de nya s.k. *derivatmarknaderna*, typ optioner och terminer, värdepapper vars kursutveckling beror på prisutvecklingen på underliggande aktier, obligationer eller index baserade på aktier eller obligationer. Handeln i optioner och terminer kunde i sin tur påverka kurssättningen på aktier och obligationer i börshuset. De avancerade aktieförvaltarna prövade portföljstrategier som kopplade samman köp- och säljbeslut för aktier med priserna på de nya instrumenten.

Den allt intensivare marknaden ledde också till en begynnande specialisering dels fondkommissionärerna sinsemellan men även i den egna verksamheten. Småposterna och de mindre investerarna fortsatte att vara en förlustverksamhet. Bördan av denna massmarknad kom att bäras av bankerna.

De privata fondkommissionärerna sökte i allt större utsträckning koncentrera sig på de rika placerarna och på större och mer komplicerade transaktioner. Allt fler inrättade sig som *institutionsmäklare*, specialister på stora affärer med fonder, försäkringsbolag och företag som kunder. Vissa firmor kom att bli synnerligen kreativa i arbetet att skapa maktaffärer.

Marknad för makt

De samlade t.ex. ihop stora block av aktier i bolag med flytande ägarstruktur, bjöd ut dem på marknaden ofta till överkurser. Maktsträvande s.k. nykapitalister kunde ingå allianser med fondkommissionärer för att aggressivt och ovälkommet försöka ta makten i börsnoterade företag. Stockholmsbörsen blev en aktiv marknad för makt och ägarskap i företag.

Dessa affärer präglar handeln under hela 1980-talet. Det blev något av "sport" hos mäklarna, och för all del även hos en aktieintresserad allmänhet, att försöka förutse sådana strukturaffärer. Ett "maktvakuum" efter Marcus Wallenbergs död 1982 och en djärvare, mer "amerikaniserad" affärsstil bidrog till att göra det lätt att agera för s.k. klippare.

De första maktaffärerna av mer principiell betydelse skedde redan 1979, där två av börsens huvudaktörer under hela 1980-talet, Volvo och Anders Wall var inblandade.

Volvo sökte genomföra en affär där den norska staten skulle bli storägare i koncernen. Men Aktiespararnas Riksförbund bidrog efter exempellös kritik och ansamling av sina medlemmar till att stoppa affären. De mindre aktieägarna etablerade sig därmed som en kollektiv maktfaktor för första gången i Sverige, enligt amerikanskt mönster.

Den andra affären var Anders Walls bud på det substansrika Företagsfinans. Budet var 140 kr per aktie med en samtida kursnotering på 87 kr. Styrelse eller företagsledning var överhuvudtaget inte informerad eller konsulterad.

Företagsfinans stora ägare kontrade med ett motbud som i realiteten utestängde Anders Wall. Börsstyrelsen fann att det stred mot inregistreringskontraktets krav på likabehandling och krävde böter. Företagsfinans och börsstyrelsen stred sedan vidare i många år ända upp till Högsta Domstolen. Börsstyrelsen vann i alla instanser.

Företagsfinans ägarkonsortium lyckades dock avvärja det fientliga angreppet med sitt motbud på samma nivå. Det blev en väckarklocka för "slöa" företagsledningar. Det gällde att "vårda kursen", se till att ägarnas aktier hade en så rimlig värdering som möjligt på börsen.

Därmed var en ny ton angiven. Intresset kring aktier och aktieäggande skapade ett nytt tänkande för hur ledande personer i företag skulle premieras. Den s.k. pilotskolan fick allt fler disciplinar, med konvertibler och optioner för personal och inte minst företagsledningar.

Men kreativiteten hos fondkommissionärer och företag på aktiemarknaden blottade snart oacceptabla luckor i regelsystemet. Hos stora delar av den allmänna opinionen började Stockholmsbörsen helt enkelt få dåligt rykte, en plats för snabba klipp och oetiska affärer enligt pressens rubriker.

En ytterligare reglering av handeln kunde därför gå vidare utan större opposition. 1984 lade Värdepappersmarknadsutredningen fram förslag som i lagform kom att ersätta den gamla s.k. insiderlagen från 1971. Insiderhandel kriminaliserades.

Debatten om lagstiftning kontra självsanering var hela tiden intensiv. Samtliga aktörer i marknaden, från fondkommissionärer över de noterade företagen till börsstyrelsen, förordade självreglering och hade i princip statsmakternas stöd för detta.

Men med flera avslöjade oarter svängde opinionen så sakteliga. Fermenta-skandalen, den värsta aktiemarknadsskandalen sedan Kreuger-tiden, kom i mångt och mycket att bli en vattendelare i etikdebatten. Den hade inslag av misstänkt bedrägligt och brottsligt beteende även bortom aktiehandels område och kom att gå som en

följetong vid börsstyrelsens sammanträden under hela 1986.

Fermenta fälldes bl.a. för att ha lämnat selektiv information till marknaden, publicerat ofullständig bokslutskommuniké och brutit mot inregistreringskontraktet. Bolaget fick böta totalt 12 årsavgifter 1986. Slutligen, i januari 1987, beslöt börsstyrelsen att avregistrera Fermenta från börsen för att ha lämnat grovt vilseledande information om resultat och prognoser. Börsens etikproblem var nu förstasidesstoff.

Under 1987 beslöt statsmakterna att tillsätta en ny Värdepappersmarknadskommitté med mycket vida befogenheter att se över hela värdepappersmarknadens struktur med börsmonopol, nya marknader, nya instrument, aktörer och etik i ett enda sammanhang.

Teknikomvandlingen fortsätter

Aktiemarknadens dramatiska miljöförändring under 1980-talet kanske bäst illustreras med några siffror: omsättningen har stigit från årssiffror under fem miljarder i slutet på 1970-talet till ca 125 miljarder 1987 och den genomsnittliga omsättningshastigheten från gissningsvis 4–6 % till omkring 30 % 1987.

Det berättar om en enorm ökning av arbetsbelastningen för börsombuden, börsens personal och börsens handelssystem, vilket de klarade utan några egentliga missöden.

Undantaget var ett veckostopp 1983. Värdepapperscentralens clearingmaskineri bröt samman under den snabbt ökande arbetsbelastningen, ett missöde som börsen ibland fått klä skott för. 1985 fick dessutom uppropssalen stängas under några veckor efter ett skyfall och översvämning. Efterbörsen höll emellertid igång som vanligt.

Datoriseringen var huvudförklaringen till denna smidiga anpassning. Teknikupprustningen fortsatte i snabb takt under årtiondet och inriktades på att utveckla och sprida den datorspridda informationen till allt fler mottagare inom och utanför huset.

I samklang med den internationella utvecklingen har aktiehandeln och den nya tekniken ingått en symbios. Kurspåverkande information sprids via datorer oerhört mycket fortare och vidare än bara för några år sedan. Mäklarna och deras kunder har tillgång till ögonblicklig information om världshändelser och kurstendenser från värdepappersmarknader runt om i världen.

Aktiehandeln i Stockholm, liksom på andra aktiemarknader utomlands, är nu mycket mera "nyhetsdriven" än under 1970-talet. Det har gjort handeln mer kortsiktig. Den reagerar oftare på nyhetsbaserad, inte sällan rent handelsteknisk information, snarare än efter fundamentala, långsiktiga överväganden. Det har givit mer handel, större omsättning.

Idag gäller det verkligen att se till att alla aktörer har samma

information samtidigt. En minuts försprång för någon kan upplevas som en stor orättvisa. Därför ringer börsen i sin klocka när viktig, kursdrivande information skall annonseras så att alla kan ta del av den samtidigt. Förr ansågs det tillräckligt med ett meddelande som delades ut för hand i ganska maklig takt.

Någon säker statistik saknas, men gissningar säger att de korta affärerna ökat från 10–15 % av omsättningen under 1970-talet till mer än hälften idag. Typisk är den många gånger omfattande handeln vid tiden för bokslutsinformation eller annan nyhetsinformation från de noterade företagen samt den tilltagande ryktesspridningen.

Utvecklingen inom informationsspridningen avspeglar sig i Stockholmsbörsens egen satsning på mera allmänna datakommunikationstjänster. Redan 1976 började den sprida handelsinformation via dator och telenät utanför börsen till aktörer på marknaden. Det var det första större steget i den riktningen sedan TT började läsa *börsnoteringar i radio* 1925 och introduktionen av den s.k. *börsavlyssnaren* 1930, en högtalare som via telefonledning gav fondkommissionärer och andra intresserade möjligheten att följa uppropet ”hemma”.

Informationsspridningen till abonnenter utanför börsen har blivit allt mer omfattande. Det finns olika grader av service. Nyhetsmedia kan exempelvis via terminaler få uppdaterad kursinformation en eller två gånger per dag. Aktörer kan få uppdatering var femte minut under pågående handel, och fondbörsens egna medlemmar ständigt uppdaterade kurser hem till kontoren. Via det internationella Datapak-nätet sprider börsen information till intressenter utomlands och via Text-TV kan vem som helst få kurser, omsättning och börsens totalindex uppdaterade två gånger om dagen.

Den externa spridningen av börsinformation satte verkligen fart i början av 1980-talet. 1981 fanns det 62 abonnenter, 1987 332 abonnenter och 1900 terminaler. Detta har sannolikt också stimulerat handelsaktiviteten. När fler har fått tillgång till uppropets kurser har tillströmningen av order till efterbörsen ökat.

Ett särskilt problem med de nya globala dimensionerna blev de privata distributionsnät som under 1980-talet spreds över världens finansiella marknader. Det mest kända, Reuters, säljer inte bara information om kurser, företag, finansmarknader och ekonomi i stort, utan blev faktiskt också marknadsplats för världens valutahandel. Dessa nät hjälper till att hålla igång den begynnande 24-timmarshandeln världen runt i värdepapper, men det utgjorde också ett bekymmer för börsledningar och övervakare av finansmarknader då insyn och kontroll försvårades.

Inne i börshuset har handeln rationaliserats vidare. En stor förändring var ett snabbare öppningsförfarande. Under våren 1987 ändrades uppropet till att omfatta endast de 50 mest omsatta bolagen. Det var en anpassning till efterbörsens ökade betydelse. Den har under de

senaste tio åren blivit den verkligt effektiva marknaden för volymhandeln och den enda marknaden för de ca 100 företagen som ej är med i uppropet. Trenden är densamma på börser över hela världen.

Uppropets andel av omsättningen har följaktligen sjunkit dramatiskt sedan 1970-talet. Idag är den under 10 %, resten fördelar sig ungefär jämnt mellan efterbörsen och handeln i s.k. efteranmälda affärer. De mindre affärerna och handeln i *odd lot-poster*, d.v.s. order som inte är på jämna börsposter, har moderniserats. Dessa många gånger besvärliga och förlustbringande affärer kan nu automatiskt utföras i ett särskilt datasystem.

Men ännu återstår en del att göra. Rapporteringen av efterbörsaffärerna sker fortfarande på små lappar som ombuden lämnar in till börsens personal vid den s.k. baren.

Datoriseringen skulle också komma att omvandla portföljhantering, analysarbete och hanteringsarbetet hos fondkommissionärer och andra aktörer. Det blev allt vanligare att lägga upp datorprogram för portföljhanteringen, där man kunde pröva olika riskprofiler, simulera utfall av portföljerna och i avancerade fall skapa handelsstrategier för aktiviteten på olika marknader och i olika värdepapper.

I synnerhet gällde detta sedan 1985. Då började utvecklingen i Sverige av en derivatmarknad, d.v.s. optioner och terminer med vilka portföljförvaltarna kunde delvis "försäkra" sina aktieportföljer och i viss mån "låsa in" en på förhand bestämd avkastning.

Dessa marknader skulle få en kolossal utveckling under 1987 med en omsättning som var större än den registrerade aktieomsättningen. Barnsjukdomar med överspekulation resulterade i en rad "skandaler" som visade att fondkommissionärernas kontroll och säkerhetssystem inte hunnit med i utvecklingen. Omsättningen sjönk också kraftigt efter det kraftiga aktiekursraset i oktober 1987.

Även analysarbetet stimulerades av datorerna. En rad privata "informationsföretag" etablerade sig som säljare av finansiell information, allt från datorbaserade sifferanalyser av börsföretagen till nyhetsbrev med direkta köp- och säljråd.

Särskilt fick den s.k. tekniska analysen ett uppsving. Datorerna tillät intrikata analyser av kursmönstret för enskilda aktier och olika index. De flesta fondkommissionärer kom att kombinera den traditionella s.k. fundamentala aktieanalysen med den tekniska, som därmed fick ett visst inflytande på kursbildningen i korta perspektiv.

Stockholmsbörsen på världskartan

Många impulser till utvecklingen av aktiemarknaden kom helt naturligt från USA och England. Internationaliseringen av marknaden och aktörernas beteende blev en av de stora ledande utvecklingslinjerna under hela 1980-talet.

Årtiondets väldiga kursstegringar och omsättningsökningar placerade Stockholmsbörsen på världskartan och, mätt med marknadsvärde, bland de 15 främsta i världen. Det blev vanligt att stora utländska portföljförvaltare ville ha 1–2 % svenska eller skandinaviska aktier i sina portföljer. Stockholmsmarknaden drogs in i den globala aktiehandeln. Utlandets köp av svenska aktier bidrog till kursstegringen. I början av decenniet svarade utlandet för kanske 3 % av börsomsättningen, 1987 var den ca 10 %.

Internationella fondmarknader.

Fondbörs	Omsättning 1986 GUSD	Marknadsvärde 1986 GUSD
New York fondbörs	1 373,8	2 203,2
Tokyo	954,2	1 746,2
Västtyskland	136,1	245,9
London	133,3	439,5
Kanada	57,3	166,3
Paris	56,1	149,5
Milano	44,9	140,8
Schweiz	n.a.	132,4
Amsterdam	29,8	73,3
Australien	26,8	77,7
Stockholm	20,0	63,5
Spanien/Madrid	15,9	41,6
Hongkong	14,5	53,1
Bryssel	6,6	36,3
Singapore/Malaysia	5,0	32,6
Oslo	4,0	10,1
Köpenhamn	1,9	17,4
Helsingfors	1,8	11,7
Österrike/Wien	0,5	5,3
Totalt	2 882,5	5 646,4

Källor: Morgan Stanley Capital International och lokala data (Skandinavien).

Det var naturligtvis i första hand de svenska storföretagens aktier som var intressanta för utländska placerare. Det ledde till ett växande intresse hos de stora internationella finanshusens analytiker. De började följa de stora exportföretagen med regelbundna analysrapporter. Deras ansikten och åsikter blev snart allmänt kända i svensk massmedia, vilket i sin tur ibland kunde påverka efterfrågan och kursbilden.

Stockholmsbörsen blev också en anhalt för andra nordiska företag på väg att internationalisera sin kapitalförsörjning. Sex finländska, norska och danska företag har noterat sina aktier i Stockholm under 1980-talet. Detta har varit ett välkommet inslag i handeln.

De svenska aktörerna började i sin tur snegla på kursutvecklingen

framför allt i New York och i London. Periodvis fanns det ganska starka kopplingar mellan den allmänna tendensen på New York Stock Exchange och Stockholmsbörsen. I synnerhet under 1986 och 1987, då den internationella ränte- och valuta-utvecklingen gav kraftiga genomslag på aktiemarknaderna.

Ännu mer betydelsefull blev de utländska marknadernas inflytande på kurssättningen av de svenska aktier som i ökad utsträckning under 1980-talet noterades utomlands. Kurstendensen i USA och London fick ofta ett direkt gensvar vid uppropet dagen efter i Stockholm.

1986 fördubblade statsmakterna omsättningsskatten på aktiehandeln till 1 %, vilket kraftigt höjde transaktionskostnaderna i Sverige. Huvuddelen av handeln i flera stora och ledande aktier förlades alltmer till London och New York, där dessa aktier även hade en notering och transaktionskostnaderna dessutom var betydligt lägre.

Under hösten 1987 var tidvis handeln i vissa svenska storföretags fria aktier utomlands dubbelt så stor som på Stockholmsbörsen. Detta leder till sämre likviditet i Stockholmshandeln och utgör ett långsiktigt hot mot Stockholm som huvudmarknad för aktier i landets storföretag.

Nytt handelssystem

Lagom till Stockholms Fondbörs jubileum står verksamheten återigen inför en nyordning, ett systemskifte vars konsekvenser kan få nära nog lika stor betydelse som när handeln en gång tog plats i huset vid Stortorget i Gamla Stan.

Under 1987 och 1988 har börsen, dess personal och fondkommissionärerna förberett övergången till ett nytt automatiskt handelssystem, det s.k. *SAX-systemet* (Stockholm Automated Exchange System). Följden skulle kunna bli att handeln till slut decentraliseras till terminaler på fondkommissionärernas kontor. Det har hänt på andra platser i världen där man infört liknande system. Enligt planerna skall det nya systemet kunna provköras i oktober 1988. Det kommer att tillåta automatisk handel i aktier, obligationer, premieobligationer och penningmarknadsinstrument.

Handeln sker från arbetsstationer på börsgolvet och/eller på hemmakontoret. Börsens medlemmar förväntas koppla sin egen datoranläggning till systemet.

Detta kan automatiskt sammanföra köp- och säljorder med en gemensam orderbok som registrerar alla köp- och säljorder samt alla affärer. Orderna läggs i strikt prioritetsordning för kurs och tid. Ombuden kan också manuellt registrera alla data kring aktieaffärerna samt få avstämning och godkännande från de båda parterna i affären.

SAX medger vidare en rad olika marknadstyper. Där kommer att finnas den traditionella börsposthandeln och småpostaffärer. Därtill

får man förmoda att fondkommissionärerna kommer att utveckla en handel i *blockorders*, d.v.s. de stora och lönsamma posterna, även om många känner en tvekan inför automatiken. Det är vid sådana affärer som ombudens yrkesskicklighet i förhandlingar, prissättning och leverans kommer till sin rätt. Men till att börja med kommer troligen de stora posterna att endast "annonseras" i systemet.

Den kanske intressantaste möjligheten är att aktiehandeln i Sverige på längre sikt kan få ett fullt utvecklat *market maker-system*. Fondkommissionären (*The market maker*) kan komma att ställa tvåvägs-kurser, d.v.s. köp- och säljkurs i en aktie och ta ansvar för likviditeten i papperet genom att hålla ett handelslager.

Om ett sådant system slår igenom i framtiden får det kraftiga effekter för aktiehandeln. När konkurrerande fondhandlare engagerar sig på detta vis brukar marginalen mellan köp- och säljkurs krympa. Transaktionskostnaden minskar och likviditeten brukar öka. Men det förutsätter att fondhandlarna får möjlighet att tjäna pengar på affärer i egen räkning och spekulera i nedgångar, via t.ex. blankning. Allt detta fordrar lagändringar. Men i SAX-systemet finns redan en förberedelse för en sådan marknad med garantier för fullständig genomlysning.

Bättre övervakning

SAX-systemet kommer också att förbättra övervakningen. Börsen får större möjligheter att löpande kontrollera handeln och kan lägga in program som plockar ut vissa aktier och transaktioner som visar onormala kurssvängningar. Det kommer också gå snabbt att lokalisera och rekonstruera affärer för kontroll och översyn. Informationen om marknaden, volymer, kurser och affärer kan spridas fortare och bredare till lägre kostnad för aktörerna. Realtidsinformation, d.v.s. samtidig med händelsen, om utvecklingen i marknaden är möjlig.

Börsen har redan etablerat en ny enhet för en utbyggd kapitalmarknadsinformation. Det är inte bara fråga om att sprida information om marknaden. SAX kommer också att kunna utnyttjas av börsens medlemmar för att sprida egen information till allmänhet och placerare. Det kan röra sig om egna analyser, placeringsråd, förändringar i den egna verksamheten och andra nyheter.

Eftersom de övriga nordiska börserna skaffat sig samma eller liknande system kan de i framtiden länkas samman. En gemensam handel i ett gemensamt nät över gränserna är en möjlighet. Denna sammanlänkning kan i princip gå vidare till andra börser i Europa och världen. Stockholmsbörsen skulle på allvar kunna integreras i den spirande globala 24-timmarshandeln.

Men SAX reser också en rad frågor. Vilka skall få använda systemet? Fordras det någon speciell utbildning av börsombud? Exa-

men? Med auktorisation? Fordrar det förberedelse för en anpassning av den svenska aktiehandelns etik till den internationella?

Hur skall börsen klara att vara "konkurrensneutralt" när man upplåter systemet för spridning av mer allmän finansiell information? Och vad skall ske med "börsgolvet" om det blir så att aktörerna väljer att decentralisera handeln och sköta den hemifrån? Hur länge skall systemet vara öppet, hur länge skall handeln få pågå? Och hur hantearas eventuell handel utanför systemet?

Alla dessa viktiga frågor gäller det nu att lösa på kort tid för att Stockholmsbörsen ska kunna köra igång sitt nya handelssystem. Jubileumsåret 1988 är därför knappast ett tillbakablickande år för aktiemarknaden i Sverige. Det är det år då grunden läggs för en ny och helt moderniserad aktiehandel. Förutsättningarna finns för att Stockholmsbörsen skall kunna bli en livskraftig och attraktiv huvudmarknad för svenska värdepapper.

V

Börsen och börsföretagen

Sven-Ivan Sundqvist

Ambitionen med denna bok är att den skall vara av intresse under en längre period. Detta ställer krav på en översiktlig framställning, en strävan att se dagsskeendet i historiskt perspektiv samt en sådan distans till verkligheten att det dagsaktuella utgår till förmån för mer väsentliga förändringar i skeendet.

Detta i sin tur utgör utmaningar för den vars levebröd kommer från dagsaktuella kommentarer. Jag minns en gång i mitten av 70-talet när jag första och enda gången träffade börskommentatorernas nestor, C R Pokorny, som var med redan på Ivar Kreugers tid.

– Mina artiklar har varit som löv som virvlat bort i vinden, sa Pokorny, med klädsam och uppriktig distans till tidningsmannens dilemma mellan att vilja förklara och skildra, samtidigt som pressläggningstiden rycker allt närmare.

Med denna reservation går jag till verket att betrakta det 70-tal och det 80-tal under vilka jag verkat som börskommentator på Dagens Nyheter. Ambitionen har varit att identifiera de områden kring börsföretagens verksamhet som förändrats, samt att då och då illustrera dessa förändringar med egna journalistiska upplevelser. Jag väljer ett område i taget.

Företagsuppköp

Redan 1970, mitt första år på Dagens Nyheter, blev företagsuppköp ett hett ämne. Dåvarande Svenska Tändsticksbolaget, Stab (i dag Swedish Match), bjöd på golvtillverkaren Tarkett. Uppköpet skedde i två steg. Först köpte Tändsticksbolaget i februari 1970 Företagsfinans praktiska kontrollpost i Tarkett. Sedan bjöd Stab i september 1970 på

DN:s börskommentator:

Tarkettägare, tag ej budet! Hr Deinoff jävig i styrelsen

Det är för en Tarkettaktieägare i princip inte fördelaktigt att acceptera Stabs erbjudande på 90 kr plus en Stabsaktie för en Tarkettaktie. Tarketta styrelse rekommenderar ändå ett acceptande av erbjudandet. Stabschefen, Rolf Deinoff, är ordförande i Tarketta styrelse. Stab kontrollerar 51 proc av rösterna i Tarkett.

Stabs representanter i Tarketta styrelse borde inte deltagit i Tarketta styrelses rekommendation att acceptera erbjudandet. De är jäviga. Tarketta styrelse kan inte rimligen i denna rekommendation så bortse från Stabs intressen att de kan se säken endast såsom representant för övriga aktieägare.

Skall Stab bsd betraktas som rimligt i och för sig? Dvs om Stab aldrig hade köpt Tarkettaktier av Företagsfinns utan erbjudandet i dag krävede en bedömning på dess egna meriter.

Tarketta vänt 1970 blir troligen drygt 25 kr per aktie. Stab troligen cirka 17 kr. Prognosen för vinstillväxt är möjligen något mer gynnsamma för Tarkett än för Stab. I gengäld är Stab stabil och stort. Tarkett har inte samma trygghet och stabilitet. Matematiskt går det 1970 en och en halv Stabaktie till en Tarkettaktie till ett nuvarande värdet.

1.5 Stabaktier gånger gårdagens Stabskurs 132 kr är 198 kr. Budet från Stab är 1 Stab plus 90 kr, dvs 222 kr. Med denna utgångspunkt är budet inte på "fel sida". Om en Tarkettaktieägare accepterar Stabs erbjudande före den 20 november 1970 kommer utgången till Stab ha ägt rum den dag i december 1970 då Stabs bolagsstämma godkänner den nödvändiga nyemissionen av Stabaktier. Detta datum anges dock inte i protokollet, tyvärr.

Om det ursprungliga köpet ägt rum före detta datum i december 1969 så kan aktieägaren påräkna 25 procenta realisationsvinstbesättning. Om köpet ägt rum under 1967 gäller 20 proc, under 1966 15 proc.

De två huvudalternativen för Tarkettaktieägaren är:
Alt 1: Acceptera Stabs erbjudande.
Alt 2: Acceptera inte Stabs erbjudande.

Konsekvensen av alternativ 1 är:
- dela att aktieägaren i skatt få betala sin marginalskatteprocent på ränta realisationsvinstprocenten gånger värdetegringen på Tarkettaktien

- dela att aktieägaren får en Stabaktie samt 90 kr kontant

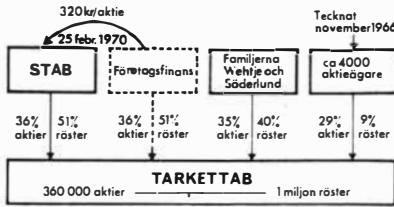
Alternativ 2 kan delas i tre underalternativ:

Alt 2a: Sälj Tarkettaktien (som vanligt på börsen).

Alt 2b: Acceptera ett eventuellt nytt Stab-erbjudande i dec 1971.

Alt 2c: Tvångsinlösen någon gång 1972.

Alternativ 2a dominerar dvs. "är bättre än" alternativ 1. Det finns ingen anledning att "krångla" till tillvaron genom att byta ut Tarkett mot Stab om ägaren vill bli med Tarkett. Dessutom är



det så att alternativ 2b och eller 2c med all sannolikhet "dominerar" alternativ 2a för de flesta aktieägare som tecknade Tarkett i november 1969.

Slutsats således: Det finns ingen som helst anledning att acceptera Stabs erbjudande.

En lönsamhetsbedömning av handelsaktier i Stab och Tarkett i framtiden förvärras av flera "osäkerhetsfaktorer": dels kursutvecklingen på Stab-aktien, dels osäkerheten om Stab-aktier kommer att gå upp eller ner i december 1971, dels osäkerheten i en skiljedom vid tvångsinlösen.

1.5 Stabaktier gånger gårdagens Stabskurs 132 kr är 198 kr. Budet från Stab är 1 Stab plus 90 kr, dvs 222 kr. Med denna utgångspunkt är budet inte på "fel sida".

Om en Tarkettaktieägare accepterar Stabs erbjudande före den 20 november 1970 kommer utgången till Stab ha ägt rum den dag i december 1970 då Stabs bolagsstämma godkänner den nödvändiga nyemissionen av Stabaktier. Detta datum anges dock inte i protokollet, tyvärr.

Om det ursprungliga köpet ägt rum före detta datum i december 1969 så kan aktieägaren påräkna 25 procenta realisationsvinstbesättning. Om köpet ägt rum under 1967 gäller 20 proc, under 1966 15 proc.

De två huvudalternativen för Tarkettaktieägaren är:
Alt 1: Acceptera Stabs erbjudande.
Alt 2: Acceptera inte Stabs erbjudande.

Konsekvensen av alternativ 1 är:
- dela att aktieägaren i skatt få betala sin marginalskatteprocent på ränta realisationsvinstprocenten gånger värdetegringen på Tarkettaktien

- dela att aktieägaren får en Stabaktie samt 90 kr kontant

Alternativ 2 kan delas i tre underalternativ:

Alt 2a: Sälj Tarkettaktien (som vanligt på börsen).

Alt 2b: Acceptera ett eventuellt nytt Stab-erbjudande i dec 1971.

Alt 2c: Tvångsinlösen någon gång 1972.

Alternativ 2a dominerar dvs. "är bättre än" alternativ 1. Det finns ingen anledning att "krångla" till tillvaron genom att byta ut Tarkett mot Stab om ägaren vill bli med Tarkett. Dessutom är

det så att alternativ 2b och eller 2c med all sannolikhet "dominerar" alternativ 2a för de flesta aktieägare som tecknade Tarkett i november 1969.

Slutsats således: Det finns ingen som helst anledning att acceptera Stabs erbjudande.

En lönsamhetsbedömning av handelsaktier i Stab och Tarkett i framtiden förvärras av flera "osäkerhetsfaktorer": dels kursutvecklingen på Stab-aktien, dels osäkerheten om Stab-aktier kommer att gå upp eller ner i december 1971, dels osäkerheten i en skiljedom vid tvångsinlösen.

1.5 Stabaktier gånger gårdagens Stabskurs 132 kr är 198 kr. Budet från Stab är 1 Stab plus 90 kr, dvs 222 kr. Med denna utgångspunkt är budet inte på "fel sida".

Om en Tarkettaktieägare accepterar Stabs erbjudande före den 20 november 1970 kommer utgången till Stab ha ägt rum den dag i december 1970 då Stabs bolagsstämma godkänner den nödvändiga nyemissionen av Stabaktier. Detta datum anges dock inte i protokollet, tyvärr.

Om det ursprungliga köpet ägt rum före detta datum i december 1969 så kan aktieägaren påräkna 25 procenta realisationsvinstbesättning. Om köpet ägt rum under 1967 gäller 20 proc, under 1966 15 proc.

De två huvudalternativen för Tarkettaktieägaren är:
Alt 1: Acceptera Stabs erbjudande.
Alt 2: Acceptera inte Stabs erbjudande.

Konsekvensen av alternativ 1 är:
- dela att aktieägaren i skatt få betala sin marginalskatteprocent på ränta realisationsvinstprocenten gånger värdetegringen på Tarkettaktien

- dela att aktieägaren får en Stabaktie samt 90 kr kontant

Alternativ 2 kan delas i tre underalternativ:

Alt 2a: Sälj Tarkettaktien (som vanligt på börsen).

Alt 2b: Acceptera ett eventuellt nytt Stab-erbjudande i dec 1971.

Alt 2c: Tvångsinlösen någon gång 1972.

Alternativ 2a dominerar dvs. "är bättre än" alternativ 1. Det finns ingen anledning att "krångla" till tillvaron genom att byta ut Tarkett mot Stab om ägaren vill bli med Tarkett. Dessutom är

det så att alternativ 2b och eller 2c med all sannolikhet "dominerar" alternativ 2a för de flesta aktieägare som tecknade Tarkett i november 1969.

Slutsats således: Det finns ingen som helst anledning att acceptera Stabs erbjudande.

En lönsamhetsbedömning av handelsaktier i Stab och Tarkett i framtiden förvärras av flera "osäkerhetsfaktorer": dels kursutvecklingen på Stab-aktien, dels osäkerheten om Stab-aktier kommer att gå upp eller ner i december 1971, dels osäkerheten i en skiljedom vid tvångsinlösen.

1.5 Stabaktier gånger gårdagens Stabskurs 132 kr är 198 kr. Budet från Stab är 1 Stab plus 90 kr, dvs 222 kr. Med denna utgångspunkt är budet inte på "fel sida".

Om en Tarkettaktieägare accepterar Stabs erbjudande före den 20 november 1970 kommer utgången till Stab ha ägt rum den dag i december 1970 då Stabs bolagsstämma godkänner den nödvändiga nyemissionen av Stabaktier. Detta datum anges dock inte i protokollet, tyvärr.

Om det ursprungliga köpet ägt rum före detta datum i december 1969 så kan aktieägaren påräkna 25 procenta realisationsvinstbesättning. Om köpet ägt rum under 1967 gäller 20 proc, under 1966 15 proc.

De två huvudalternativen för Tarkettaktieägaren är:
Alt 1: Acceptera Stabs erbjudande.
Alt 2: Acceptera inte Stabs erbjudande.

Konsekvensen av alternativ 1 är:
- dela att aktieägaren i skatt få betala sin marginalskatteprocent på ränta realisationsvinstprocenten gånger värdetegringen på Tarkettaktien

- dela att aktieägaren får en Stabaktie samt 90 kr kontant

Alternativ 2 kan delas i tre underalternativ:

Alt 2a: Sälj Tarkettaktien (som vanligt på börsen).

Alt 2b: Acceptera ett eventuellt nytt Stab-erbjudande i dec 1971.

Alt 2c: Tvångsinlösen någon gång 1972.

Alternativ 2a dominerar dvs. "är bättre än" alternativ 1. Det finns ingen anledning att "krångla" till tillvaron genom att byta ut Tarkett mot Stab om ägaren vill bli med Tarkett. Dessutom är

det så att alternativ 2b och eller 2c med all sannolikhet "dominerar" alternativ 2a för de flesta aktieägare som tecknade Tarkett i november 1969.

Slutsats således: Det finns ingen som helst anledning att acceptera Stabs erbjudande.

En lönsamhetsbedömning av handelsaktier i Stab och Tarkett i framtiden förvärras av flera "osäkerhetsfaktorer": dels kursutvecklingen på Stab-aktien, dels osäkerheten om Stab-aktier kommer att gå upp eller ner i december 1971, dels osäkerheten i en skiljedom vid tvångsinlösen.

1.5 Stabaktier gånger gårdagens Stabskurs 132 kr är 198 kr. Budet från Stab är 1 Stab plus 90 kr, dvs 222 kr. Med denna utgångspunkt är budet inte på "fel sida".

Om en Tarkettaktieägare accepterar Stabs erbjudande före den 20 november 1970 kommer utgången till Stab ha ägt rum den dag i december 1970 då Stabs bolagsstämma godkänner den nödvändiga nyemissionen av Stabaktier. Detta datum anges dock inte i protokollet, tyvärr.

Om det ursprungliga köpet ägt rum före detta datum i december 1969 så kan aktieägaren påräkna 25 procenta realisationsvinstbesättning. Om köpet ägt rum under 1967 gäller 20 proc, under 1966 15 proc.

De två huvudalternativen för Tarkettaktieägaren är:
Alt 1: Acceptera Stabs erbjudande.
Alt 2: Acceptera inte Stabs erbjudande.

Konsekvensen av alternativ 1 är:
- dela att aktieägaren i skatt få betala sin marginalskatteprocent på ränta realisationsvinstprocenten gånger värdetegringen på Tarkettaktien

- dela att aktieägaren får en Stabaktie samt 90 kr kontant

Alternativ 2 kan delas i tre underalternativ:

Alt 2a: Sälj Tarkettaktien (som vanligt på börsen).

Alt 2b: Acceptera ett eventuellt nytt Stab-erbjudande i dec 1971.

Alt 2c: Tvångsinlösen någon gång 1972.

Alternativ 2a dominerar dvs. "är bättre än" alternativ 1. Det finns ingen anledning att "krångla" till tillvaron genom att byta ut Tarkett mot Stab om ägaren vill bli med Tarkett. Dessutom är

Tecknat november 1966

320 kr/aktie

25 feb 1970

STAB

Företagsfinns

Familjerna Wehje och Söderlund

ca 4000 aktieägare

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

36% 51% 36% 51% 35% 40% 29% 9%

aktier röst

360 000 aktier TARKETT AB 1 miljon röst

att han inte ansåg att en aktiemarknad kan fungera såväl för förtroendegivande om Stabs och Företagsfinns betenden acceptera.

1. På frågan om vad företaget X (dvs Företagsfinns) skulle gjort, svarade han att de skulle sett till att övriga aktieägare garanterades samma villkor. (Regel nr 10 i City Code av den 28 april 1966.)

2. På frågan om vad Företagsfinns skulle sagt då Stab hade att man bara hade 40 mil kr och att detta inte räckte till alla aktier, svarade han att i så fall fick de 40 mil kr proportionerats ut på samtliga aktieägare. (Regel nr 20.)

3. På frågan om det inte är rimligt att Stab till övriga Tarkettaktieägare skall betala liqur om Tarkett får sämre och/eller aktiekurserna generellt har fallit sedan att detta inte var relevant om Stabs intention i utgången i februari 1970 varit att köpa hela Tarkett. (Princip nr 9)

Två frågor inställer sig:

1. Har engelsk praxis utmärkt för svenska förhållanden?

2. Om svaret blir nej, dvs att Stabs betenden acceptera utan kritik, vad blir då konsekvenserna för den svenska aktiemarknaden?

Den första frågan svarar jag nästan obetingat "ja" på. Det är naturligt, om man vill ha en fungerande aktiemarknad, att vi lär oss av dem som har mest erfarenhet. Detta även av egotiska intressen.

Den engelska sanktionen mot företag som bryter mot City Code är att de inte får utnyttja Londonmarknaden för att ta upp lån etc. Detta i sin tur innebär att Stab troligen inte borde vara tillgitt inför att agerande i Stab-Tarkett-affären, om man tror att "brött" mot City Code även omfattar Stab.

Om man svarar nej på den första frågan blir svaret på den andra nästan självklart: Om man svarar ja på den svenska aktiemarknaden.

Om Stab-Tarkett vore så obetydliga företag hade detta som hänt kanske inte spelat någon roll. Men nu är Enskilda Banken, Företagsfinns, Skandinaviska Banken, Stab och Tarkett inblandade. Detta två företag har tillsammans en stor kapital och betydelse i svenskt näringsliv.

De mindre aktieägarnas förtroende för en funktions svensk aktiemarknad har inte haft samma trygghet och betydelse i nämnda företags överläggningar.

Intresserade, vilka önskar kommentera denna artikel på DN:s händelsedator, är - i mån av utrymme - välkomna att göra detta.

SVEN-IVAN SUNDQVIST

Den här artikeln i Dagens Nyheter 1970 startade den svenska debatten om spelregler vid företagsuppköp.

familjerna Söderlunds och Wehtjes samt allmänhetens aktier i Tarkett via ett offentligt bud. För kontrollposten betalades ett högre pris än för allmänhetens aktier. Jag kritiserade i DN Stabs bud med motive-
ringen att aktieägarna inte behandlats lika.

Dåvarande vice VD i Svenska Handelsbanken Jan Ekman hade rekommenderat mig att åka till London och där studera *The City Code for Takeovers and Mergers*. Detta studiebesök gav de "teoretiska" motiveringarna för att börja bråka och kräva att aktieägarna i Tarkett borde behandlas lika.

Debatten kring Tarkett-budet blev känsloladdad. Stabs VD Rolf Deinoff tog heder och ära av mig och jag av honom. Relationerna frystes ner i tre-fyra år, till dess att Hennes & Mauritz VD Erling Persson bjöd oss båda, varandra ovetande, på middag. Då först fick vi tillfälle att lyssna på och respektera varandras argument. Tarkett-fallets relevans för en diskussion om likabehandling av aktieägare komplicerades av att det hade förflutit över ett halvår mellan de två buden. Å andra sidan hade faktiskt två olika bud avgivits. Såvitt jag vet var Tarkett-fallet det första uppköpsfall i Sverige som debatterades på allvar. Både dags- och affärstidningar började därefter intressera sig för de principiella frågorna och för vilka lärdomar som fanns att hämta i London.

Det har sedan kommit flera *takeover*-fall som debatterats under 70- och 80-talen. Näringslivets Börskommitté studerade problemen i början av 70-talet och gav ut en rekommendation om likabehandling vid köp av aktier av samma slag. Men den springande punkten, den som verkligen garanterade likabehandling i London, slog aldrig igenom i Sverige. I London gällde, och gäller, den regeln att när någon tog över en praktisk kontrollpost, säg 30–40 %, så tvingades denne någon bjuda på alla andra utestående aktier till minst det högsta pris som hade betalats under den sista tolv månadersperioden.

Av detta skäl har likabehandlingsprincipen delvis varit ett slag i luften i Sverige. Frågan om ett tvingande bud när någon når praktisk kontroll har stötts och blötts och utretts. Just detta jubileumsår för börsen lär publiceras en utredning som sannolikt drar slutsatsen att nackdelarna med tvingande bud, då gränsen 30–40 % nås, är större än fördelarna. Det anförs flera skäl för negativa konsekvenser. Görs lagstiftningen "retroaktiv" finns det ett stort antal företag på A1-listan där den störste aktieägaren har över 30 % av aktiekapital eller röster. Ett annat skäl är att det kanske blir klennt med nya företagsintroduktioner på börsen, om huvudägaren inte får behålla en kontrollpost.

1987 publicerades en avhandling vid Handelshögskolan i Stockholm av Kristian Rydqvist bl.a. med budskapet att till och med stora skillnader för A- respektive B-aktier kunde teoretiskt motiveras vid uppköpsbud. Denna avhandling kom att bli ett slagträ för Industrivärden när de 1987 ansåg det rimligt att ett amerikanskt företag skulle betala

70 % mer för Industrivärdens A-aktier i Fermenta än allmänheten skulle få för sina B-aktier. (Jag hoppas avhandlingen går det öde till mötes som vanligen drabbar avhandlingar.)

Exemplet ges för att markera att även i dag, 1988, är debatten förvirrad och spelreglerna oklara. Nordstjernen köpte till exempel i början av 1988 över 30 % av rösterna i ABV. Kärnfrågan blir då om Nordstjernen skall tvingas bjuda på resten av ABV eller ej. I just detta fall har ett bud kommit. I de flesta sådana situationer i Sverige kommer inget bud till övriga aktieägare. Existerande och potentiella storaktieägare gör upp sinsemellan.

Journalisters aktieinnehav

Tarkett-affären 1970 illustrerade ett annat fenomen som i början av 70-talet ansågs som ointressant men som under 80-talet väckt visst intresse. När jag kom till DN 1970 ägde jag börsaktier, bl.a. Tarkett-aktier. Intressekonflikten blev uppenbar när Stab bjöd mindre för "mina" aktier än för Företagsfinans. Jag påtalade denna principiella orättvisa i en halv miljon DN-exemplar utan att ange mitt eget innehav. Jag förstår Rolf Deinoff som var upprörd över att jag skrev i egen sak.

Så fort jag blev uppmärksam på intressekonflikten sålde jag ut mina aktier och har sedan dess inte ägt aktier eller andra riskbärande värdepapper. Den falang bland ekonomijournalister som hävdar att börskommentatorer inte bör äga börsaktier utgör enligt min bedömning över hälften av dagens ca 150 ekonomijournalister. Andelen stiger år för år.

Främste opponent till denna "rigida" inställning till börsskribenters aktieinnehav är Dagens Industri, vars chefredaktör Hasse Olsson menar att börsjournalister blir bättre skribenter om de själva äger aktier.

1987 publicerade Consafes grundare Christer Ericsson memoarbeten "Utan Omsvep". Av den framgick att börskommentatorn i Göteborgsposten 1984 personligen framfört önskemål om tilldelning vid nyemissionen till allmänheten. Kommentatorn avgick som en följd av bokens avslöjanden. Noteras kan också att det mig veterligt finns bara en eller två journalister som 1984–86 skrivit om Fermenta och samtidigt ägt Fermenta-aktier. Det har här rört sig om helt obetydliga innehav.

Kursrörelserna

För ekonomijournalister var 70-talet och 80-talet helt olika. Jag såg det inte då år för år, men ser det naturligtvis i dag.

Från 70-talets första till dess sista dag steg Affärsvärldens generalin-

dex med 28 %, d.v.s. med blygsamma 2,5 procent per år. Under perioden januari 76–december 79, d.v.s. under hela fyra år, stod index i princip stilla, gick från 101,9 till 100. Utdelningen på i genomsnitt 2–4 procent per år ingår inte i siffrorna. Banksättningar var i och för sig inte bättre placeringar, på grund av att inflation och skatter urholkade köpkraften mest varenda år, men aktieplaceringar var definitivt inget som gjorde investerarna glada.

80-talet har som bekant inneburit något helt annat. Index har gått från 100 till i skrivande stund 823 (medio april 1988). Detta ger, trots den omtalade börskraschen i oktober 1987, en total kursuppgång hittills för 80-talet på 723 % eller spektakulära 29 % per år. Dessa kursuppgångar har utgjort en helt annorlunda ”miljö” för de verkställande direktörerna. De har börjat leva ”med börsen”.

70-talet skulle därför, så här i efterhand, kunna upplevas som om det varit ganska trist. Inga nya fondkommissionärer. Inte många nya miljonärer att skriva om. Ingen större turbulens på ägarsidan. Få nya instrument på värdepappersmarknaden. Inget riktigt politiskt engagemang i riskkapitalet, varken från socialdemokraterna 1970–76 eller från de borgerliga 1976–79. 1979 kom dock aktiesparfonderna. De bebådade på sätt och vis vad som komma skulle på 80-talet i form av aktiv aktiestimulans, både från borgare och från och med hösten 1982 också från socialdemokrater.

Men det ger en felaktig bild. Även 70-talet hade sina dramatiska inslag i börsmiljön. Där fanns skandaler såsom Trend Invest, Jacobson & Ponsbach, vinstbolagsaffärer, Navigator, PKbanken i Sydafrika, Byggma och Järnförädling. Där dök nya stornamn upp på börshimlen: Pehr Gyllenhammar, Jan Wallander och Anders Wall.

På 70-talet kom nya fenomen: vinstandelsstiftelsen Oktogonen, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Meidners förslag till löntagarfonder.

70-talet innehöll också Marc Wallenbergs död, S-E-Banksfusionen, Beijers köp av Pribo samt Volvos haverier med Saab-Scania och Norge.

80-talet har dock, trots allt, ändå varit mer spännande för både aktiesparare, journalister och verkställande direktörer. 80-talets extrema kursuppgång var förmodligen nödvändig för att återställa ett fungerande system för riskkapitalet. Journalistiskt sett har börsskribenterna 80-talets kursuppgång att tacka för ett överutbud av börs-händelser.

VD och styrelse

Livet för en VD är betydligt hårdare och säkert, i chefsår räknat, kortare 1988 än 1970. 1988 års VD är en annan människa än VD 1970.

Mina två första chefsintervjuer (1970) ägde rum med Rederi Sveas

arbetande styrelseordförande skeppsredaren Emanuel Högberg, då 79 år gammal, och med NK:s VD disponenten Erik Söderberg. Med båda blev det storgräl. Rederi Sveas ordförande var så gammaldags – och jag så ung – samt dess årsredovisning så urusel att jag i DN i bryska ordalag rekommenderade att Rederi Svea borde avföras från börsen.

Med disponenten Erik Söderberg gick det inte mycket bättre. Vi sa inte du till varandra. Jag tyckte att han, d.v.s. NK, borde gå ihop med Åhlén & Holm, och jag räknade på hur mycket alla skulle tjäna på en fusion. Och så skrev jag att Söderberg var en styrkefaktor för Åhlén & Holm. Söderberg i sin tur skrev i DN, att jag satt på läktaren och inte visste vad jag talade om. (Söderberg och jag försonades sedan han vunnit över mig i squash, först med 6–0 och sedan ytterligare en gång med samma siffror.)

Så kunde det gå till på den tiden. Då var direktörerna känsligare. I dag tål de betydligt mer. Dessutom har de i dag god hjälp av informationschefer som matchar och tränar företagscheferna i massmedialt uppförande. Antalet ekonomijournalister är i dag också så mycket större, att de verkställande direktörerna är garanterade en mångsidig belysning kring de för dagen aktuella frågorna.

VD är mycket mer luttrad i dag än 1970, men han (det finns bara en kvinna som är VD för ett börsföretag, Lena Wennberg för Sydsvenska Dagbladet) har också ett mycket tuffare jobb. Antalet lagar som kringskär VD och styrelse har ökat. Medbestämmandet. Facket i styrelsen. Med mera. En VD måste i dag kunna gå en balansgång mellan de olika intressenterna som är betydligt svårare än 1970. Tabellen på s. 108 visar att 32 av ca 250 börsföretag bytte VD 1987.

Marcus Wallenberg och Anders Wall kan tjäna som exempel på attitydförändringen sedan 1970. Marcus Wallenberg var nästan aldrig tillgänglig. Anders Wall är nästan alltid tillgänglig. Från 1970 till 1982 skickade jag alltid till Marcus Wallenberg utkast av DN-artiklar som berörde honom. Jag gjorde det först i förhoppning om att han skulle svara. Sedan, när han aldrig svarade, av artighet. Men så en dag, svarade han. Jag hade skickat honom ett utkast till en artikel kring vad Marcus Wallenberg tyckte om att Volvo skulle gå ihop med Norge. Marcus Wallenberg ringde själv upp och bad mig komma ner till S-E-Banken. Väl där sa han att artikelutkastet inte stämde.

– Men då är det väl bäst att dr Wallenberg själv förklarar, sa jag. Låt mig få göra en intervju.

Marcus Wallenberg tyckte detta var fair och berättade vad han tyckte om Norge-affären (vilket var vad som stod i den första artikeln). Jag renskrev intervjun på banken. Det var bråttom. När sedan Marcus Wallenberg kom åter till sammanträdesrummet på banken för att granska och godkänna citaten i slutversionen, stannade han upp i dörren, rev sig i huvudet och sa:

VD-förändringar 1987–1988.

Bolag	VD 1987	VD 1988
Argentus/Beijer Ind	Curt Lönnström	Anders Wall
Birka Business/Beijer Capital	Claes Wachtmeister	Michael Hasselquist
Philipson Inv/Arcona	Fritz Staffas	Håkan Birke
Artin-Kores	Hans Karlsson	Lars-Gunnar Norberg
Asea	Percy Barnevik	Kjell Högfelt
Astra	Ulf Widengren	Håkan Mogren
BNL	Lars Åhrén	Jerry Bergström
Cabanco	Rune Hallåker	Benkt Lindström
Comcept/Mercurius	Arne A Jensen	Gustav Paulsson
Cranab	Nils Byström	Hans Eliasson
Custos	Sigvard Ando	Lars Öberg
Mods Data/Datema	Sture Berntsson	Björn Magnusson
Fermenta	Sune Dahlberg	Bertil Holmberg
Finansrutin	Hans Svalberg	Sam Okmian
Parcon/Fordonia	Jan Prising	Thomas Örwén
Götabanken	Sven Erik Ragnar	Gunnar Malmenström
Hexagon	Torbjörn Ek	Wiggon Thuresson
Holmen	Christer Zetterberg	Gunnar Engman
Hufvudstaden	Lars Öberg	Olov Agri
Johnson Pump	Kjell Åkesson	Lennart Wiklund
Jämtlands Folkbank	Jan-Erik Eriksson	Tomas Andersson
Malmros	Sven Westerberg	Anders Frick
Marabou	Håkan Mogren	Kurth Augustson
Nordbanken	Erik Ehn	Rune Barnéus
Opiab	Orvar Pantzar	Jan Tränck
PKbanken	Bertil Danielsson	Christer Zetterberg
Platzer	Guj Brisius	Claes Levin
Rockhammar/Rottneros	Bo Ahrel	Lennart Nellbeck
Sydsvenska Dagbladet	Leif Ingvaldsson	Lena Wennberg
Volvo	Håkan Frisinger	Gunnar L Johansson
Wermia	Lennart Thörnros	Lars Hammar
Östgöta Enskilda Bank	Olof Sjöström	Thord Söderlund

– Jo, redaktörn, när dom läser det här i tidningen, frågar dom då inte vad den där djäveln har med det här att göra?

– Jo, svarade jag, det gör dom, men doktors uppfattning är faktiskt av stort intresse.

Marcus Wallenberg var alltså sparsmakad med media. Men den gången han utnyttjade mig ”var det som ett piskrapp i ansiktet” har Pehr Gyllenhammar sagt.

Anders Wall representerar den moderna företagsledaren som har lätt för media. Han känner de flesta ekonomijournalister. Han ringer tillbaka. Han tycker livet är kul, företagsledande roligt och att det finns få ting att hymla om. Paradoxalt nog tycker vissa, till och med vissa journalister, att Wall manipulerar nyhetsflödet kring sig själv

och sitt företag. Jag betvivlar dock att mediaforskare skulle komma fram till den slutsatsen.

Ett börsföretags VD får 1988 finna sig i, och vill kanske finna sig i, att hålla en kontinuerlig dialog med affärspressen. Han ställer upp. 1970 var han mycket mer svårtillgänglig. Kungar som Gyllenhammar ställer väl upp mindre 1988 än 1972, men de flesta andra VD-ar har vant sig vid att Affärsvärlden och Veckans Affärer jobbar lördag-söndag och har manusstopp måndag eftermiddag. De blir, och accepterar att bli, uppringda över helgerna.

Skillnader i styrelsernas roll 1970 respektive 1988 har jag inte mycket att säga om. Styrelsearbetet är nog lika hemligt i dag som då. Det finns, tror jag, inga empiriska beskrivningar för hur styrelser faktiskt jobbar. Styrelsearbetet upplevs fortfarande som något som kräver extra vördnad, sekretess, inbördes lojalitet, respekt etc. Det är fortfarande "fint" att sitta i styrelser. Fermenta-affären 1986 och Gusums betalningsinställelse 1988 visar dock att det inte är riskfritt att sitta i styrelser. Min yrkesmässiga dröm är att få delta i ett av Volvos styrelsemöten. Egentligen förstår jag inte varför detta skulle vara så märkvärdigt. Ett vanligt reportage bara.

Marcus Wallenberg i DN-intervju:

Jag tvekar om Norgeaffären

— Jag har väldigt svårt att förstå Volvo-affären. Vad man i varje affär bör tänka på är vad man får, vad man kan vänta sig, och vilka prestationer som skall göras.

— Jag frågar mig om det industriella samarbetet kan leda till konkurrenskraftig tillverkning i Norge. Vad gäller den finansiering som nu skall komma från Norge till Sverige tror jag att detta belopp går att skaffa fram i Sverige.

— Detta säger dr Marcus Wallenberg till DN i en kommentar till Volvo-Norge-affären.

Dr Marcus Wallenberg har inte haft någon direktkontakt med Volvo ledningen, anser dr Wallenberg i intervjun med DN framhåller han att han inte har med Volvo att göra. Hans principiella inställning i DN i intervjun blir att säga frågor. Men detta hindrar inte att i grund- den tvekar om utsläpp från kometen.

— Volvo-affären har tre moment, säger dr Wallenberg. Det industriella samarbetet, finansieringsfrågan, Oljefrågan.

Volvo har redan en stark ställning i Norge, menar dr Wallenberg. Därför förväntar han sig inte att det industriella samarbetet

behåller alltför mycket extratjänster. Dr Wallenberg förnekar att han heller ser att det norska-svenska industrisamarbetet utvecklas via honom närstående företag som är nära Volvo.

— Själv vill jag ju på undan av repet och det vore mig totalt främmande att ha sådana monopolistiska synpunkter, svarar dr Wallenberg.

Pengar finns

På frågan om finansieringen kan dr Marcus Wallenberg säga att han vill inte gå in på ruten. Sedan ibland får att finna mest via de AP-fonderna, bors- väringsbolag som Skandia, Tryggv. Hansa etc och via investitionsbolag som Custos, Investor, Provi- dentfunds.

— Den del av de 750 milj kr som skall investeras i Sverige går att skaffa fram i Sverige, säger dr Wallenberg.

När det gäller den svenska oljeförbrukningen anser dr Wallenberg att den är tillräckligt stor för att kunna finansieras av Norge. Men om det är så, säger dr Wallenberg, så är det inte en fråga om pengar.

— Det hoppas jag verkligen skulle gå, säger dr Wallenberg. På frågan om Volvo säljer sig för billigt till Norge svarar dr Marcus Wallenberg att han inte kan uttala sig om det.

— Men utsläppshand har jag hört att man frågar sig om 60 procent av Sveriges största industriföretag, utsläppen bara är runt 750 milj kr.

Marcus Wallenberg förnekar att han är en nationalistisk skäl



— Jag har väldigt svårt att förstå Volvo-affären. Den finansiering som skall komma från Norge tror jag går att skaffa fram i Sverige, säger dr Marcus Wallenberg till DN.

emot en försäljning av Volvo till utländska intressen.

— Jag är svensk och det skäms jag inte för. Men generellt gäller att en affär måste bedömas utifrån industriella strukturer, synpunkter.

På frågan om dr Wallenberg fortfarande vill ha till stånd en fusion mellan Saab och Volvo svarar han att det nu förhåller helt annorlunda.

— Vi har en new management i Saab-Scania. Och denna ledning arbetar numera med en problem. Fu-

nsionsinstanserna var och är svåra att pröva, säger dr Wallenberg.

Samtidigt menar dr Wallenberg att det faktum att Volvo är på väg med sin lastbilsfabrik i Brasilien inte i och för sig utgör naturliga

— I den brasilianska lastvagns-marknaden kan Volvo konkurrera. På DN:s fråga om det vore lämpligt att staten övertog svenskt lastbilsfabrik i Brasilien svarar dr Wallenberg att han inte tror detta skulle vara behövligt.

— Grundfrågan är vilken sorts

industri staten skall vara engagerad i. Och om den skall vara lönsam, säger dr Wallenberg.

SVEN-IVAN SUNDQVIST

Den här artikeln var för Pehr Gyllenhammar "som ett piskrapp i ansiktet".

Resultat per rörelsegren

Ett av de mer påtagliga och mest välkomna framstegen i årsredovisningarna mellan 1970 och 1988 är att numera är det bara undantagsvis som börsföretag inte redovisar resultat per rörelsegren. Jag tar just denna aspekt som exempel på vilken stark utveckling som ägt rum 1970–88 i årsredovisningarna.

1970 var det få företag som visade resultat per rörelsegren. Jag glömmer aldrig när jag i början av mitt journalistliv för första gången blev uppringd av ett börsföretags VD. På telefon var Hans Werthén från Electrolux.

– Jag har läst vad du skriver. Jag tycker det är spännande att läsa dig. I morgon publiceras vår halvårsrapport. Har du tid och lust, ger jag dig gärna bakgrundsinformation. Jag vet att du hårt driver frågan om resultat per rörelsegren. Vi bor ju nästan grannar, så det tar kanske inte så mycket av din tid om du kommer över till oss på Lilla Essingen.

Vilket utspel! Jag tog åt mig. Werthén hade ringt. Han hade duat. Han ville ge bakgrund. Han frågade om jag ville och hade tid att komma till honom. Det hela steg mig en bit åt huvudet.

Vi träffades och hamnade snart i en diskussion om Electrolux resultat per rörelsegren.

– Ja, du vet, min ordförande Ragnar Söderberg är emot det här. Men jag kan hjälpa dig på tiotalet miljoner när. Så här ligger det till, sa Hans Werthén och gav mig korrekt och ingående information om rörelsegrenarnas resultat.

Påföljande söndag slog DN på stort med att "avslöja" rörelsegrenarnas resultat. Se facsimilet härintill. Jag myste, eller kanske पोस्ट. Ända till dess att jag läste Svenska Dagbladet, Affärsvärlden och Veckans Affärer. De hade ungefär samma siffror . . .

Hans Werthén var alltså inte bara en charmande och charmerande VD. Han var klart före sin tid när det gällde den allra mest grundläggande frågan för extern företagsanalys, d.v.s. den om var företaget tjänar respektive förlorar pengar.

1988 skulle jag tro att samtliga börsföretag, med några få undantag, redovisar resultat per rörelsegren 1987 om det finns olika rörelsegrenar. Nästa steg i utvecklingen blir väl resultatet per geografiskt område, som i dag är relativt jungfrulig mark. Hur mycket Volvo egentligen tjänar i Nordamerika är av stort intresse. Hittills har dock Volvo inte informerat aktieägarna om detta på ett meningsfullt sätt.

Resultatet per rörelsegren har fått exemplifiera den betydande utvecklingen av finansiell information i årsredovisningarna. Från börskommentatorns horisont gäller dock fortfarande att årsredovisningarna till mer än hälften innehåller brister när det gäller de grundläggande kraven att årsredovisningen bör vara problem- och framtidsorienterad.

Värdepapperscentralen VPC

Bland det som mest skiljer 1970 från 1988 är VPC-institutionen. VPC började 1973–74 och innebar en revolution för de ekonomijournalister som studerade makten i börsföretagen.

C-H Hermansson hade redan 1961 publicerat boken om de femton finansfamiljerna. Birgitta och Olof Forsgren hade på senare 60-talet gett ut första utgåvan av "Vem äger vad i svenskt näringsliv". Båda dessa arbeten gjordes utan tillgång till offentlig ägarstatistik och under en epok då många ansåg aktieinnehav vara en privatangelägenhet.

VPC-systemet innebar ett genombrott. Det ledde kanske också till ett, med internationella mått mätt, nästan perverst intresse i Sverige för maktfrågor. I USA spelar ägarfrågan en betydligt mindre roll i de dagliga börsanalyserna. I Sverige håller det på att bli standard att i artiklar alltid tala om vem som äger kontrollposten i ett beskrivet företag.

Makt har alltid fascinerat. Det är för en ekonomijournalist spännande att möta och intervjuar makthavare. En journalist blir också, oavsett ämnesområde, från början itudad att en grundläggande uppgift är att granska makthavare. En hel del av 80-talet har för min del gått åt till att "bygga" sfärer, publicera diagram över vilka börsföretag som ingår i Peter Wallenbergs eller Jan Wallanders eller Pehr G Gyllenhammars respektive världar samt till att identifiera den verkliga makthavaren bakom uppköp, bud, motbud etc.

Dessa studier har under de fyra senaste åren resulterat i Dagens Nyheters årliga utgåvor av "Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag". Utan VPC hade detta uppslagsverk aldrig kunnat komma ut så frekvent – och vara så pass relevant. Med modern datateknik tar det en vecka från manus till färdig bok. Makarna Forsgren höll på ett år med datainsamling och säkert två till tre månader med tryckning. Och i slutänden fanns det massor av felkällor.

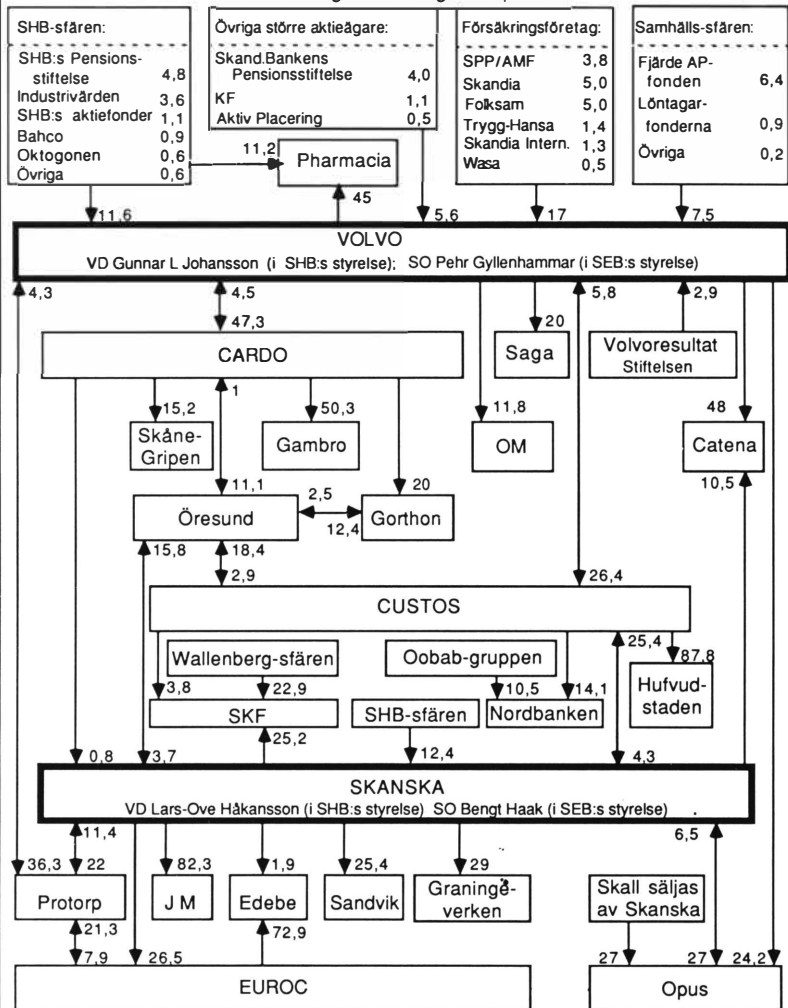
En annan femma är att i dag finns av Hermanssons femton familjer bara tre stycken kvar som makthavare (Bonnier, Söderberg och Wallenberg). År 2000 är Pehr Gyllenhammar 65 år, Anders Wall 69 år, Bengt Haak 75 år, Jan Wallander 80 år etc. Dagens makthavare kastar alltså i sinom tid in handduken. Men om man anfrättes för hårt av sådana reflektioner kring alltings förgänglighet så skulle det inte gå att följa med i tidens puls...

Institutionerna

Som framgått ovan har VPC medfört att ägarstrukturen i börsföretagen nu är helt genomskinlig. Statistiken – se Ragnar Bomans kapitel – visar att det institutionella ägandet ökat. Detta har medfört att börsföretagen fått en aktivare intressentgrupp. Privatpersoner har aldrig varit, och kommer väl aldrig att bli, riktigt engagerade i makten. Men

Volvo och Skanska-sfärerna

Siffrorna i diagrammet anger röstprocent.



Sven-Ivan Sundqvist, "Ägarna och Mekten i Sveriges Börsföretag 1988", Uppdaterat per 880606

Utan VPC hade det inte varit möjligt att så genomlysä ägarstrukturen i börsbolagen. Schemat ovan är det numera välkända "kretskortsdiaagrammet" som visar hur korsägandet flätar ihop Volvo- och Skanska-sfärerna.

Fjärde AP-Fondens Lennart Dahlström på 70-talet och efter honom Sten Wikander på 80-talet har engagerat sig i hur börsföretagen skötts. Skandia och Trygg-Hansa har placerat allt fler miljarder kronor i börsaktier och deltar regelbundet i bolagsstämmorna. Aktiefonder, aktiesparfonder och allemansfonder har fötts och jämförts med varandra. Löntagarfonderna blev hårt kritiserade men är i praktiken i dag väl etablerade och engagerade aktieägare.

Pensionsstiftelser har blivit viktiga börsaktörer. För att inte tala om "utlåningar" som kanske kan ses som en institution även om där ingår privatpersoner. Vem kunde på 70-talet ana att Volvos enskilt störste aktieägare under ett par år på 80-talet skulle bli Fidelity-Gruppens aktiefonder i Boston, USA?

"Försäkringssektorn" definierad som Fjärde AP-Fonden + Skandia + Trygg-Hansa + SPP är i dag sammanlagt störst ägare i Saab-Scania, S-E-Banken och Volvo.

Ekonomijournalister har i stor utsträckning gjort dessa institutioner och deras ledande befattningshavare till kända storheter.

Etiken

Visst fanns det etikfrågor på 70-talet. Men det är först på 80-talet som de blivit allmänt uppmärksammade och föremål för utredningar. Leokommissionen är ett fall. Ett annat börsens Fermentautredning.

Ett exempel, bland många, på etikområdet är insiderlagstiftningen. 1985 blev insideraffärer kriminella. Före 1990 kommer sannolikt lagstiftningen att ha skärpts ytterligare. Möjligen kan man säga att behovet av etikregler var mindre under 70-talet med dess relativt stillastående börs.

80-talets kursuppgång har nog starkt bidragit till att fästa uppmärksamheten på insiderproblematiken. Antalet "etikaffärer" i media under 80-talet är betydligt större än på 70-talet. Jag minns egentligen inga större affärer från 70-talet. Men på 80-talet har vi haft "Leoaffären", tilldelningen till styrelsemedlemmar i Ångpanneföreningen, en löntagarfonds (Trefond) utfärdade optioner till direktörer i Handelsbanken, konvertibler, för att nu inte nämna Fermenta.

Fermenta rymmer allt man kan begära kring etikfrågor – och en hel del därutöver. Fermenta har alla förutsättningar att för resten av seklet bli ett utmärkt praktikfall för landets ekonomiska utbildningsinstitutioner. För hur revisorer kan respektive bör fungera. För hur ägarrollen skall skiljas från VD-rollen. För hur styrelsemedlemmar skall arvoderas. För hur långt ansvaret går för den som börsintroducerar ett företag. För vad en fondkommissionär bör berätta respektive inte berätta för bankinspektionen. För vad som menas med insiders och insider-transaktioner. För hur långt man får gå i att smörja sina intressenter.

För hur man utbildar duktiga ekonomijournalister.

VI

Livet på börsgolvet

Anders Isaksson

Den 28 december 1967 var en torsdag. Menlösa barns dag enligt almanackan.

Den här dagen kostade fläskfilén 14:90 kilot i Favörbutikerna, fyra amerikanska desertörer begärde politisk asyl för att slippa slåss i Vietnam och 1963 års arbetstidskommitté föreslog att 40-timmarsveckan skulle förverkligas under 70-talet. Börsen betedde sig nervöst, 60-talets favoritaktie Facit hade gjort en oförklarlig störtstyrtning och papper efter papper noterade nya årsläggsta, den här dagen dock bara SLT stam A, 135 kr för 75 sålda aktier.

Det snöade från tidiga morgonen till sena kvällen, börsens dagsomsättning slutade på 3,7 Mkr, och när mäklarna gick hem i snögloppet mötte de över hela stan FNL-rörelsens ungdomar med sparbössor i händerna. På veckotidningarnas löpsedlar såg de att skeppsredaren Dan-Axel Broström gift om sig med Heidi Boyce efter äventyret med nattklubbsdansösen Annabella Lee, och inom socialdemokratin pågick en underlig debatt sedan industriminister Krister Wickman fått nästan tre gånger så många röster som Olof Palme i en av DN arrangerad läsaromröstning om Tage Erlanders efterträdare som ny partiordförande. Det var stört omöjligt att hitta en ledig taxi och bussarna lämnade långa köer efter sig vid hållplatserna, eftersom tunnelbanans linje 18 spårat ur mellan Hötorget och Rådmanngatan.

Det var en jävla dag, kort sagt, och symboliken i att sammanträda på Menlösa barns dag undgick nog ingen av börsstyrelsens ledamöter när de skakade av sig snön utanför finansdepartementets kommittélokaler. Därinne väntade Herodes själv, bankinspektionens chef Kurt Wulff och hans handgångne man, byråchefen och sedermera VD:n för Föreningsbankernas bank Ingvar Johnselius, två respektingivande

herrar med ett hett och synnerligen obehagligt material i sina portföljer. Nu skulle de läsa lusen av de herrar fondkommissionärer som i strid med gällande börsregler varit inblandade i en omfattande härva av privataffärer börsombuden emellan och som inspektionen ägnat hela hösten åt att utreda.



Haussen

Plötsligen, läste jag, blev det hausse på börsen utan skäl; spekulanterna köpte och kurserna steg förvånande. Kalla finansmän som driver affärer och idkar penningutlånande betedde sig plötsligt som varuhuskunder, bevare oss väl. Det fanns inte den ringaste yttre grund till denna hausse. Det var bara så att ej ens affärsmän är rationella, gunås. De är flockdjur som vi, de är lika dumma som vi. Och jag tyckte allt att på sätt och vis är detta trösterikt och nyttigt att märka för alla dem som bedriver planering och släkt och vet hur allting skall bli.

H

Nu låg materialet på bordet, tjocka akter med detaljerade informationer om 35 börsmäklare – dvs. nästan halva kåren – som någon gång i sina egna namn men oftast i sina hustrurs, mödrars, fäders, syskons, släktingars eller sina barns namn förbrutit sig mot börsordningens 16:e paragraf: ”dylik handel (av börsombud) får äga rum allenast i en omfattning, som står i rimligt förhållande till ombudets inkomst och förmögenhetsställning, och endast genom medlemmen” (dvs. den fondkommissionär eller bank där ombudet är anställt).

Utredningen omfattade åren 1965–67 och bara under 1967 års tre första kvartal gjorde ombuden 130 000 kr i vinst på en omsättning på 12,4 Mkr i egen räkning, stora pengar i den tidens penningvärde. I inte så få fall hade försäljningen ägt rum innan vederbörande köpt aktierna, den spekulat i vikande kurser som kallas blankning.

S.k. korttidsaffärer under 1967 – enligt inspektionens kommentar till materialet definierade såsom spekulationsaffärer, där tiden mellan köp och försäljning uppgått till högst 30 dagar – hade avsett värden om ca 5,3 Mkr, hette det i bankinspektionens utredning. Antalet sådana affärer utgjorde 444, av vilka 48 i kontokuranterna bokförts som utförda samma dag konstaterades torrt.

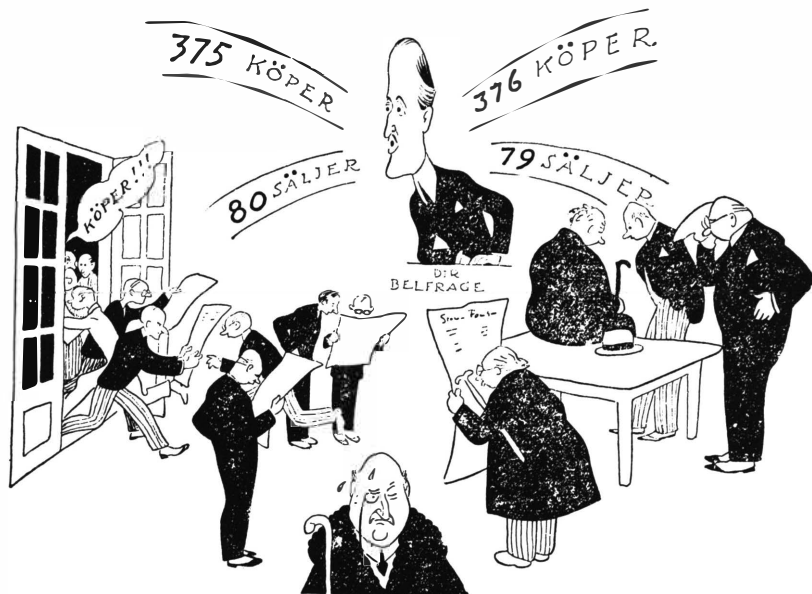
Förre börschefen Stig Algott säger att han minns Wulffs anförande som ”en gammaltestamentlig straffpredikan” och kanske upplevdes det så. I protokollet ter det sig mera som en detaljerad bokföringspromemoria, men någon gång glimtar det till av liv, ögonblick när man kan tänka sig att Wulff gjorde en konstpaus, tittade upp från sina papper och lät blicken glida över församlingen runt bordet:

– Sammanfattningsvis kunde konstateras, sade han enligt protokollet, att av de nu verksamma privata fondkommissionärerna hade alla utom en varit mer eller mindre inblandade . . . och att även två banker ombesörjt affärer för främmande ombud. Att de påtalade oarterna fått en sådan vid spridning, måste enligt bankinspektionens uppfattning läggas de privata fondkommissionärerna till last.

Och till sist var han klar, plockade ihop papperen och avtågade tillsammans med byråchefen Johnselius efter en stunds öppen, icke protokollförd diskussion. Kvar satt börsstyrelsen och gjorde som han begärt, dvs. ”beslöt, med instämmande i vad generaldirektör Wulff under §2 därutinnan anfört, uttala sitt direkta och principiella avståndstagande från vissa fondkommissionärsfirmors medverkan till de i paragrafen beskrivna, av börsombuden eller dem närstående utförda fondaffärerna”.

Beslutet innebar att fyra av styrelsens ledamöter och suppleanter – Max Dinkelspiel i Öhmans, Jan Ponsbach i Jacobsson & Ponsbach, Bertil Kahm i Bergs och Gunnar Thulin i AB Fondkommission – fördömde sig själva, men uttalandet hade å andra sidan ingen annan mottagare än protokollet självt. Hela affären hölls hemlig och trots att tjugo av de 35 börsombuden så småningom avstängdes på två år – och

BÖRSVÅRDAGJÄMNING.



Den 21 mars börjar enligt almanackan det lusa halvåret. Man kan inte säga att börsen illustrerade satsen när den åter började sin verksamhet efter Kreugerpausen. Snarare var den utsatt för en värstorm. Jac har här fångat några ansikten från premiären, vars affärsmässiga innebörd finnes skuldrad på handelssidan.

i ett par fall fem år – nådde den inte massmedia förrän i slutet på sommaren 1968, när Dagens eko spräckte nyheten. Den väckte dock föga uppståndelse och Dagens Nyheter nöjde sig med ett kort referat på handelssidan. Dagen därpå göt Kurt Wulff själv olja på vågorna och beskrev vad som timat som "lindriga brott mot ordningsstadgan". Ingen utomstående hade heller förlorat på affärerna, förklarade han. Och Veckans affärer, som på den tiden hade positiva nyheter som redaktionell policy, skrev inte en rad.

I efterhand kan den här affären ses som en vattendelare i börsens och börsmäklariets moderna historia. Den åskådliggör handgripligen fondbörsens förvandling från exklusiv kapitalistisk klubb under en minimal ramlagstiftning till offentlig, politiskt/byråkratiskt reglerad och för allmänna opinionen känslig institution. Slumpen hade visserligen arrangerat att den socialdemokratiska finansministern F V Thorsson fick lägga fram propositionen om fondkommissionslagen vid 1919 års riksdag, men den var i allt väsentligt ett verk av tidigare borgerliga

regeringar och vidarebefordrades bara till riksdagen av den nye finansministern. Börsen var ingenting som normalt engagerade socialdemokratin; den symboliserade det kapitalistiska samhällets perversa fördelning av arbetets frukter, men bortsett från reavinstbeskattning och skattebeläggning av företagens utdelningsinkomster lämnades den i stort sett i fred, en lekstuga för de rika utan egentlig relevans för väljarna, det arbetande folket.

Bankinspektionen upprätthöll en löpande tillsyn över verksamheten, men behövde sällan ingripa, med kraft egentligen bara en gång i mitten på 30-talet när en grupp mäklare ansågs ha haft alltför vidlyftiga korttidsaffärer i egen räkning. Vid den tiden levde emellertid börsen i Kreugerkraschens efterdyningar, omsättningen var låg och ombuden hade svårt att klara sig på courtageinkomsterna.

40- och 50-talen var en stillhetens tid på börsen, om än då och då avbruten av en kortvarig hausse, exempelvis under Koreakrisen, och en efter en försvann de privata fondkommissionärsfirmorna; av 28 fondkommissionärer med egen börsplats 1930 återstod formellt sju – och i realiteten fem – vid 60-talets ingång. ”Fridens händelsetomma boning” löd Dagens Nyheters rubrik på ett av de sällsynta reportagen från denna tid och börschefens befattning ansågs inte mer betungande än att den kunde skötas på halvtid; Olof W Lindström, en f.d. bankdirektör och tjänsteman i andra världskrigets priskontrollnämnd, var börschef mellan 1946 och 1957 och övervakade varje dag uppropet men gick sedan hem. Börschefens roll var i huvudsak symbolisk, själva jobbet var en ren sinekur, anförtrorde han sin efterträdare, Stig Algott.

Utnämningen av Algott var överraskande, också för honom själv, och beslöts av Marcus Wallenberg och bankinspektionens chef, Kurt Wulff. Algott tyckte sig förstå att Wallenberg – och kanske också Wulff – ville ha en chef som kunde hjälpa till att popularisera och aktivera börsen; enligt sin egen beskrivning blev han närmast beordrad att byta jobb, även om han själv betonar att han såg ordern som en klar personlig fördel.

– Jag blev inkallad till Wulff och utan vidare preludier sa han, att jag skulle bli börschef, berättar han. Algott var då byråchef på bankinspektionen, jurist till utbildningen och hade tidigare tjänstgjort på socialdepartementet och statens byggnadslånebyrå (sedermera bostadsstyrelsen), den traditionella ämbetsmannalunken uppåt i hierarkin. Under sina år på inspektionen hade han arbetat med affärsbankerna, han visste just ingenting om börsen, men såg å andra sidan inga avancemangsmöjligheter i byråkratin. Dessutom fick han ett väsentligt lönelöft på den nya befattningen, så ”jag svarade ja efter en dags betänketid”, säger han.

Wallenberg hade väl i förtid – som han ofta gjorde – uppfattat att vinden skulle vända och intresset för aktier breddas. Redan i 60-talets

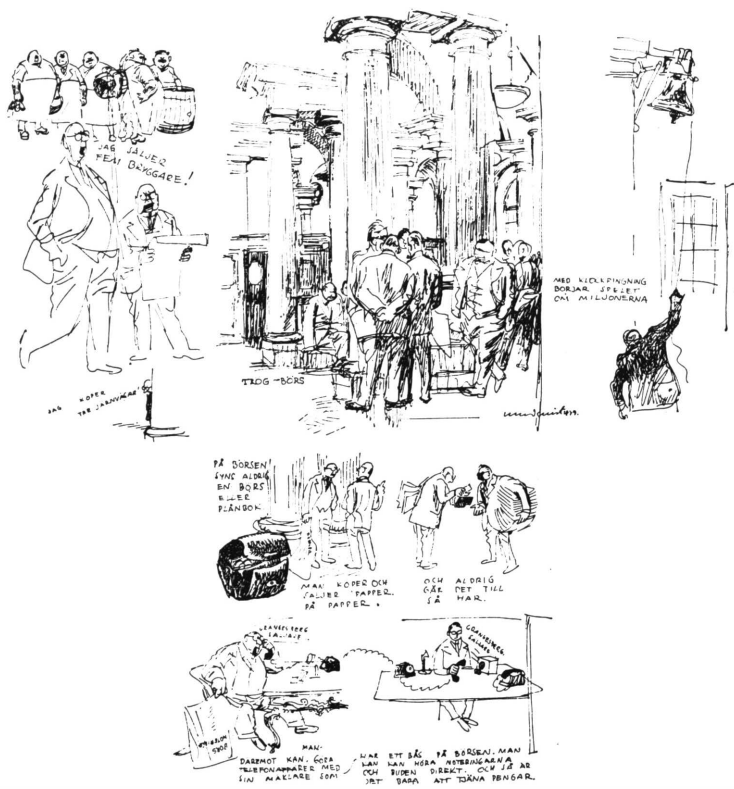
början kom en första våg – så stark att den gav upphov till reportage i dagstidningarna om börsens pånyttfödelse – och vid mitten av decenniet blev aktiesparkklubbar vanliga på arbetsplatserna samtidigt som fondsparandet i olika former växte fram, bl.a. Koncentra och det sedermera så beryktade IOS (Investors Overseas Service). Aktiesparandet hade plötsligt blivit en sparform för gemene man, det var hausse på börsen, handelssidorna i tidningarna populariserades och läsarna gavs goda råd om formalia vid sparandet i detta nya okända. En ny tid hade inträtt, grunden lagts för 80-talets fokusering på börs- och finansvärlden.

Börsombudens framgångsrika insiderspekulation under dessa år var naturligtvis ingen ny företeelse, tvärtom var den lika gammal som börsen själv. Sannolikt hade den också fyllt en funktion när handeln var liten och kursrörelserna svaga, men den blev omöjlig och måste stävjas av precis de skäl som gjorde den så lönsam för de inblandade, nämligen aktiesparandets sociala breddning. Generaldirektör Wulffs upprördhet när han kallade börsstyrelsen till möte på Menlösa barns dag var säkert äkta och djupt känd: börsombudens affärer innebar ju en systematisk olikabehandling av kunderna när de tog egna korta positioner, köpte på förmiddagen och sålde på eftermiddagen.

Wulff var – liksom också hans protegé, Stig Algott – en ämbetsman av den gamla skolan, jur kand redan 1928, hovrättsråd och f.d. byråchef i finansdepartementet, och ombudens agerande stred mot både politikens och byråkratins fundamenta om fasta regler under givna lagar och likabehandling av medborgarna.

Strikt formellt hade dock inte börsombuden förbrutit sig mot några lagar (utom förstås de som underlätit att deklarerera vinsterna), bara mot de regler som börsen själv – med Kungl. Maj:ts godkännande – stiftat för att upprätthålla allmänhetens förtroende. Möjligen hade kunderna kunnat dra ombuden inför domstol för trolöshet, men i vilket fall hade bankinspektionen inga sanktionsmöjligheter mot dem. Bankerna var emellertid av naturliga skäl mer samarbetsvilliga än fondkommissionärerna, eftersom deras högsta chefer inte varit direkt inblandade i transaktionerna, och de redogjorde alla i brev till Wulff för sina interna utredningar, alla ängsliga att gå bankinspektionen till mötes. ”Till komplettering härav (av uppgifterna om börsombuden C G Nässlings, H Törnvals och Tage Lundmarks affärer i sina barns namn) får vi upplysa om, att fröken A C Nässling är född 20.7.1954, herr Mats Törnvall den 16.4.1960 och herr Peter Lundmark den 30.4.1965”, skrev Skånska bankens chef Axel Roos med illa dold ironi medan Marc Wallenberg i Enskilda banken meddelade, att ”vi icke begärt förnyat godkännande för 1968 för Herrar T. Wanselius, H. Carlsund och C. Martin såsom börsombud. De entledigades så snart det kom till vår kännedom att de icke iakttagit sina utfästelser enligt förbindelse som avses i 16 4. börsordningen.”

BÖRSEN, FRIDENS HÄNDELSETOMMA BONING



När man i dag, tjugo år senare, bläddrar genom akterna över denna episod i börsens historia, kan man inte undgå att imponeras över den envetenhet och noggrannhet in i minsta detalj med vilken inspektionen kartlade ombudens affärer, släktskapsförhållanden och ägandeintressen i olika bolag; antalet notor var visserligen inte lika många som i dag, men det fanns inga datorer, så allt gick igenom för hand och prickades av i komplicerade tabeller till en helhetsbild av ganska imponerande vinster för de inblandade. Mest framgångsrik alla kategorier var Bengt Jerand på Skandinaviska banken med 175 000 kr i vinst under 1965–67, men Hans Carlsund och Tore Wanselius på Enskilda banken gjorde 48 resp 60 000 kr, Oscar Hargel på Öhmans 52 000, Johan Åkerman på Hägglöfs 47 000, Åke Böhm på Jacobsson & Ponsbach 52 000, Bror Ståhl på Handelsbanken 33 000 och Per Hedly på Öhmans 31 000 kr.

Under hela utredningen upprätthölls fiktionen att inspektionen av en slump kommit ombudens affärer på spåren, men initiativet – och det visste alla – utgick från börschefen själv, Stig Algott. Själv säger han, att han kontaktades av andra börsombud ”som var avundsjuka och ville att jag skulle ingripa, men det togs inte väl upp när jag tog upp saken med fondhandlarföreningens styrelse”. Enligt Algott började han redan i slutet på 50-talet rota i ombudens privataffärer, men på grund av motståndet bland fondhandlarna och ointresset hos den dåvarande styrelseordföranden lät han frågan ligga. Till sist bestämde han sig emellertid för att gå direkt på Marcus Wallenberg, som vid den tiden satt i börsstyrelsen och ”vars ord och vilja var lag”, som Algott säger.

När Algott nu, trettio år senare, sitter med matbordet fullt av kopior på gamla dokument från 60-talet, säger han sig ännu tydligt minnas Wallenbergs allvar, när han hörde börschefen fråga om han skulle ingripa mot ombudens affärer.

– Jag minns vartenda ord som Dodde sa, säger han och reser sig upp och fäktar med armarna för att understryka Wallenbergs reaktion. – Är du galen, pojke, du blir ju medbrotsling om du inte ingriper.

– Får jag då lov att återopa dig?

– Får lov?! Du har mitt uppdrag att göra det!

Med Wallenbergs reaktion som argument fick han med sig fondhandlarföreningen i ett gemensamt cirkulär om skyldigheten att efterleva gällande bestämmelser. – När jag nämnde Wallenbergs namn var det som om åskan slagit ner, säger Algott.

Reaktionerna blev emellertid överlag tämligen negativa bland ombuden, så Algott tipsade till sist sina gamla arbetskamrater om sina problem. – Till Wulff själv gick jag faktiskt aldrig, säger han. Jag ville ju inte bli beroende av honom, då skulle jag aldrig betraktas som en självständig chef utan bara som bankinspektionens förlängda arm på börsen.

Wulff blev visserligen upprörd, men det intressanta med hans agerande är hans diskretion och hans självklara omsorg om börsens anseende. Idag är det lätt att tänka sig vilket enormt uppseende en motsvarande affär skulle väcka, politiker skulle gå till storms mot avarterna, tidningar, radio och TV skulle belägra bankinspektionen, presskonferenser och självbekännelser, anklagelser och motanklagelser skulle avlösa varandra. Men Wulff handlade inte som en motpart utan som en medpart, visserligen satt att övervaka moralen och etiken men också i grunden solidarisk med sina klienter och helt inriktad på att skydda sin vilsegångna flock från omvärldens reaktioner. Det var aldrig tal om att utlämna ”de skyldiga” till opinionens dom, inte ens den som Wulff uppenbarligen betraktade som mest belastad: bankirfirman Öhmans chef och ägare, Max Dinkelspiel, som finansierat bl.a.

Jerands affärer med en generös kreditgivning. Dessutom hade Dinkelspiel för sin egen och sina fyra barns räkning drivit en omfattande korttidsspekulation, inklusive blankningar. Nettot på de korta affärerna – köp och försäljning inom fem dagar – var 57 900 kr, men för familjens samtliga transaktioner under 1965–67 utgjorde skillnaden mellan inköps- och försäljningsnotorna 1 981 000 kr, således ett betydande överskott.

Dinkelspiel var en betydande man i den lilla värld som var börsens vid den här tiden, ordförande i fondhandlarföreningen, ledamot av börsstyrelsen och medlem i den kommitté som årligen prövade ombudens ansökningar om s.k. börskort; han skulle alltså pröva andras vandel trots att hans egen, i Wulffs ögon, lämnade mycket i övrigt att önska.

Wulffs mål – som det framträder i två uppteckningar från samtalen med Dinkelspiel – var att denne frivilligt skulle avsäga sig sina uppdrag, gentleman emellan själv inse sin olämplighet. Men det ville inte Dinkelspiel; han medgav i och för sig att det förekommit överträdelser mot börsordningen men skyllde på att han ”varit i dålig kondition och tidvis direkt sjuk”. Sedan bytte han taktik och lät förstå att ”korta affärer på basis av inside informations är mycket vanliga även för personer i ansvarig ställning och deras närstående”. Enligt uppteckningen tillade han – med en bitterhet i tonen som låter sig anas – att ”dom små hängs men dom stora får löpa” och vidhöll, att ”hans eventuella avsägelse av mandatet i börsstyrelsen skulle innebära ett erkännande av en skuld, som han inte kunde inse”.

Wulff klargjorde då, att han under gällande regler saknade befogenhet att tvinga Dinkelspiel att avgå, men att han skulle arbeta för att ”få till stånd ändring av börsordningen och lagen om fondbörsverksamhet”. Dinkelspiel stod på sig, men han tillade att han i vilket fall av åldersskäl (han var 69 år) hade tänkt avgå nästa år, även om han inte ville ”ta ställning till avgångsfrågan redan nu”. Dagen därpå meddelade han, att han inte ”avsåg att låta sig omväljas till ordförande i fondhandlarföreningen när han under 1968 fyller 70 år”. Dinkelspiel satt visserligen kvar i alla sina uppdrag, men Wulff fick också som han ville, ty Dinkelspiel deltog inte vidare i några sammanträden. Men han slapp vanäras inför offentligheten – liksom Jan Ponsbach, som också avgick.

Året därpå, 1968, var det följaktligen ont om obelastade kandidater som fondhandlarnas representanter i styrelsen, men Bertil Kahm i Bergs och Gunnar Thulin ansågs relativt oskyldiga och fick därför sitta kvar. Carl Langenskiöld – den ende helt obelastade – ryckte in som suppleant men för att kunna fylla hela kandidatkvoten fick Göte Olofsson från Göteborg kallas in. Han var chef och ägare för Obligationsskassan Olofsson & Co, sysslade bara med premier och syntes normalt aldrig på börsen.

För Stig Algott ledde den här affären till bestående samarbetsproblem med mäklarna under hans återstående tid som börschef. Bertil Kahm – numera pensionerad, men vid fyllda 70 börsens äldsta ombud – medger visserligen att Algott gjorde rätt som reagerade, men att han kunde ha handlat annorlunda:

– Han borde ha samlat ihop mäklarna och läst lusen av dem i stället för att gå till bankinspektionen, säger han under bedyranden om sin vänskap och sin respekt för den forne börschefen. Rätt eller fel, tillägger han, men det var något av en tradition på börsen, att de bankanställda ombuden skötte sina privataffärer via fondkommissionärerna.

I vilket fall blev 1967 års händelser utgångspunkten för 70-talets lagstiftning om börsen, VPC, insiderreglerna, börsmonopolet, informationsreglerna, lagen om fondkommissionärsrörelse (som avskaffade det ärevördiga bankirprefixet hos fondmäklarfirmorna) osv., i princip hela det lagverk som idag reglerar verksamheten. Också börsordningen ändrades så småningom och i dag får mäklare bara göra långsiktiga privatplaceringar, minst två år mellan köp och försäljning.

Kurt Wulff ledde utredandet under elva år med Stig Algott som bisittare, och när Algott lämnade börsen 1977 arbetade han i ytterligare några år som sakkunnig på ekonomidepartementet med följdförfattningarna till det regelverk, som han varit med om att resa. Den sista propositionen på utredningen lades under moderatledaren Gösta Bohmans tid som ekonomiminister och alla beslut klubbades under politisk enighet. Börslagstiftningen var i princip en ren ämbetsman-
naprodukt.

– Det ligger väl i ämbetsmannens natur att vilja reglera, säger Stig Algott. De som förordade frivilliga överenskommelser – främst Alvar Lindencrona (som var näringslivets representant) – ansåg regleringar vara närmast förnedrande för människor i höga och ansvarsfulla positioner, en brist på förtroende som tedde sig anstötlig, men Leoaffärer och liknande händelser visar att höga poster inte precis garanterar etiskt högt stående beteende. Det behövs ett skelett av bestämmelser om vad man får och vad man inte får göra.

Ironiskt nog var ändå 1967 års räfst bara en jakt på småfisk – i alla fall jämfört med storleken på de affärer som Tomas Fischer och Erik Penser började göra när de trädde in på börsen i slutet på 60-talet. Bara någon dag efter det att börschefen tagit bort det gamla taket på 300 000 kr för s.k. inbördes affärer på efterbörsen – när mäklaren företrädde både köpare och säljare – dunkade de 32 000 Volvo à 248 kr i bordet, 7,9 Mkr på ett bräde och därmed lika mycket som en hygglig dagsomsättning vid 70-talets början.

Fischer och Penser spelade en betydelsefull roll för börsens förnyelse under sina första år som mäklare, inte bara genom att sätta snurr på gamla sovande börsportföljer utan också genom sitt stora person-

liga risktagande. Penser hade 1967 börjat som courtagemäklare på Hägglöfs och 1969 började han och Fischer samarbeta, ironiskt nog som partners till bankirfirman Langenskiöld, den minsta av de privata firmorna och dessutom den enda som gått snövit genom bankinspektionens utredning. 1971 ansökte Langenskiöld om börskort för fil kand Tomas Fischer och därmed inleddes ett tvåårigt ställningskrig mellan börschefen och Fischer. Formellt var nämligen inte Fischer anställd hos Langenskiölds, utan – som det heter i börsstyrelsens protokoll – ”verkställande direktör i och tillsammans med sina omyndiga barn ägare till Fischer & Co Aktieförmedling AB . . . som ställer herr Fischers tjänster till AB Bankirfirman Langenskiölds förfogande mot fast andel i bankirfirmans totala courtageintäkter”. Poängen var att Fischer utåt framstod som anställd, men det räckte inte; först sedan Fischer garanterats ett månatligt arvode på 10 000 kr föll börschefen till föga; Fischer fick sitt kort ”då något uttryckligt förbud mot ett sådant förfaringsätt icke stipulerats”.

Vid den här tiden pågick diskussionerna om utformningen av nya regler för börsombudens privata affärer och 100 000 kr per år eller fyra gånger den egna förmögenheten var på väg att etableras som norm för en mäklares privatomsättning. Fischer och Penser snurrade naturligtvis runt långt större summor, courtageinkomsterna växte år från år och 1973 nådde Langenskiölds 3 Mkr, lika mycket som dåvarande Enskilda banken. Efter artiklar i pressen om ”maffian på börsen” och den nyetablerade bankirfirman Forsgrens avstängning efter två år på börsen uttalade sig såväl bankinspektionen som Algott 1973 om det olämpliga i alltför stora privataffärer, men trots detta mynnade börschefen Algotts stort upplagda aktion ut i ett intet; bankinspektionens dåvarande chef, Sten Walberg, ville uppenbarligen inte hålla i yxan utan skickade ärendet tillbaka till börsstyrelsen för avgörande när han den 17 december 1973 personligen var med vid ett sammanträde med börsstyrelsen. Om Kurt Wulff hållit en straffpredikan så höll Walberg ett juridiskt seminarium:

– Bestämmelsen i 15 § tredje stycket i börsordningen fick under angivna förutsättningar antagas avse att tillförsäkra börsombuden en rätt till ”aktiv förmögenhetsförvaltning” i avseende på egna värdepappersinnehav. Ordet ”rimligt” i författningstexten synes böra leda till en viss generositet vid bestämmandet av den i texten beskrivna relationen, sade han bl.a. enligt protokollet.

Utredningsmaterialet om Fischers, Pensers och andras affärer är fortfarande sekretessbelagt och i börsstyrelsens protokoll omnämns de olika ombuden under kodnamn, Adam, Bertil, Caesar, Erik, Filip, Martin och Niklas. Klart framgår dock att styrelsens majoritet var föga trakterad av att medverka i en aktion mot börsombuden; antingen protesterade man, som fondkommissionärernas representanter, eller också höll man sig undan från sammanträdena; Göta-ban-

kens dåvarande chef Gösta Olson fick plötsligt förhinder som inte meddelades förrän i sista stund och S-E-bankens Lars-Erik Thunholm lämnade mötet innan punkten kom upp på dagordningen; senare lät han föra till protokollet att han inte deltagit i ärendets behandling. Men så småningom bekände de ju färg och hela frågan lades till handlingarna.

Rimligen berodde det på att ombuden – i motsats till 1967 – handlat helt korrekt enligt börsordningens bestämmelser och att det mera var affärernas storlek än juridiska formalia som vägledde kritikerna. Penser försvann från börsen 1976 och Fischer tre år senare, men redan 1973 hade de i praktiken lämnat börsgolvet; de var så stora att de seglade sin egen sjö.

Nu heter Langenskiölds Carnegie, har Erik Penser som dominerande ägare och är störst av de privata fondkommissionärerna, men Carl Langenskiöld finns fortfarande kvar i firman, numera ordförande i fondhandlarföreningen och vid fyllda 63 den siste av de gamla elefanterna. Fortfarande tär han sin dagliga lunch på börsens restaurang, lämnar det ståtliga kontoret – med Nils Kreuger och Albin Amelin på väggarna – i det gamla Grängeshuset vid Gustaf Adolfs torg för den dagliga kontakt med sina börsmäklare som han anser nödvändig. Men under sin egen aktiva tid på börsgolvet var Langenskiöld faktiskt ingen elefant, snarare en liten börsmus med högst obetydliga courtageinkomster, 20 000 till 30 000 kr.

– Herregud, säger han, vi var så små att det var en ren sinkadus att bankirfirman inte blev nedlagd. Det kunde gå dagar mellan besöken på börsen, vi hade inga aktiva kunder som arbetade med sina portföljer. På den tiden gifte sig folk med sina aktier.

Idag, när mäklarfirmornas lokaler blänker av sober brackighet och high tech, porscharna trängs utanför La Grenouille och Café Opera och finansvalparna är tidens glamour boys, är det svårt att förstå hur små och obetydliga fondkommissionärerna faktiskt var. Och att de ännu i mitten på 60-talet ansågs vara en bortdöende art, relikter från börsens barndom. Optimismen är inte det mest framträdandet draget i de fåtaliga intervjuerna från denna tid; ”kanske börsen saknar en framtid”, suckade Langenskiöld så sent som i september 1970 i Vec-kans affärer.

Hans pappa startade bankirrörelsen 1932, men efter några lysande år på 30-talet förpuppades verksamheten, fadern tappade intresset och när Carl Langenskiöld trädde till 1950 ägnade han sig huvudsakligen åt att förvalta familjens tillgångar. – Jag gjorde deklarationer åt femtio personer, säger han.

Aktiehandeln sköttes av en man vid namn Rudolf Larsson – på börsen kallad Stenbecks kurir eftersom han hade Hugo Stenbeck i Kinnevik som kund – men när han försvann till Bergs med sina kunder, brydde sig inte Langenskiöld om att skaffa någon efterträdare.

– Telefonen i börsskåpet var till för utgående samtal, säger han, kunderna ringde aldrig. Det var många dagar när jag inte gjorde en enda affär, kanske inte ens gick upp till börsen.

– Långt in i 60-talet var en bankir närmast en sorts dadda åt de förmögna privatpersoner som var hans kunder, säger Bertil Kahm. Vi skötte deras fastigheter, vi gjorde deras deklarationer, vi anställde deras hembiträden, man var helt enkelt ett sorts allt i allo i familjen.

Mot den här bakgrunden är det kanske inte heller så märkligt att börsen i historiens skimmer tonar fram som ett idylliskt kollektiv för några få familjer; börsen var en värld för sig och det tedde sig naturligt att barnen följde pappa i spåren. Bertil Kahms far, Gustaf Kahm, började vid sekelskiftet som bokhållare hos stadsmäklaren John Håkansson, vars firma övertogs av Alfred Berg, som i sin tur sålde till Gustaf Kahm. På sommarlovet 1934 gjorde Bertil Kahm sina första pass som skåpvakt och hans son Richard arbetar fortfarande på Bergs. AB Fondkommission leddes av Carl Thulin med sonen Gunnar vid sin sida, på Jacobsson & Ponsbach satt Elis Ponsbach, sonen Jan och så småningom också sonsonen Mikael; i dag mäklar han aktier till utlåningar efter många år på börsgolvet. På Hägglöfs efterträddes Richard av sonen Kjell och på Öhmans satt Max Dinkelspiel omgiven av sina barn; Claes Dinkelspiel är fortfarande chef och Öhmans i dag den enda kvarvarande familjeägda fondkommissionären från äldre tider.

I dag står börsen vid slutet av en epok och i början på en ny; det elektriska uppropssystem, som redan 1918 gjorde Stockholmsbörser till världens tystaste, är fortfarande i funktion, om än i en elektronisk variant, men det avskaffas enligt planerna nästa år och ersätts av en decentraliserad handel vid skärmarna. De flesta på börsgolvet tycks ogilla förändringen och vill bevara i alla fall ett rudiment av det gamla.

Nu finns det 30 medlemmar på börser, 13 banker och 17 fondkommissionärsfirmor, men trots expansionen av nya firmor under 80-talet är det fortfarande en bra bit kvar till 1930 års siffror: 16 banker och 28 mäklare. Till det yttre är visserligen allt sig likt, den dagliga altartjänsten vid uppropet, kamratskapet ombuden emellan som naturligen följer med arbetet i en mot omvärlden så sluten institution, springet under efterbörser, kampen mot klockan osv., men medelåldern är låg, närmare 30 år än 40. Förr var mäklarfirmornas chefer alltid personligen närvarande, det var en tydlig hierarki och det hörde till att säga ni till de äldre farbröderna, men nu är naturligtvis allt detta borta. Kvar finns bara den korrekta klädseln.

– Ungdomarna nere på börser är lite som maskiner numera, säger Bertil Kahm, speciellt de som jobbar åt de stora bankerna. De vet inte vems order de effektuerar, det är mycket mera opersonligt än förr. Men hos de privata fondkommissionärerna står mäklarna fortfarande i nära kontakt med kunderna, inte alla men många.

Den höga sociala status som börser – ”kapitalismens hjärta” som

en tidning skrev – skänkte åt sina aktörer har numera efterträtts av en penningstatus. Men det är också den enda riktigt principiella skillnad som finns att upptäcka när man bläddrar igenom 74 års börsreportage i Dagens Nyheters arkiv; det första speglar stämningarna på börsen omedelbart efter första världskrigets utbrott.

I princip skrivs samma artikel decennium efter decennium, möjligen att man i slutet av 50-talet kan spåra tendenser till avmystifiering – eller kanske snarare folkhemsfiering – av de märkliga herrar som bollar med mijonerna vid Stortorget. "Folkhemsk final på börsdagen: kaffe med dopp" skrev DN i ett reportage 1962.

Det var då det. Nu, i oktober 1987, skakas visserligen börsen av en nedgång, men fortfarande är det nog champagnen som gäller i det allmänna medvetandet; "Oh, gyllene mäklarungdom" som Veckans affärer skrev i en artikel 1986. Och det är klart, med folkhemiska mått mått är mäklarna med sina höga löner och sina opulenta konsumtionsmönster en udda och avvikande grupp i samhället.

– Mäklare måste vara ute på kvällarna, man hinner ju aldrig träffa vare sig sina vänner eller sina affärsbekanta på dagarna, säger Mats Eriksson, född 1959 och mäklare hos Sven Hagströmer. Som ägare till både en Toyota Celica och en Chevrolet Corvette ligger han nära schablonbilden av den unge, nyrike mäklaren. – Fast jag har blivit intresserad av bilar, säger han urskuldande.

Också i ett annat avseende är Mats Eriksson typisk: han är civilekonom och han visste tidigt vad han ville bli. De som i dag är 35 år eller äldre blev ofta mäklare av en slump, vanligen genom bankarbete och ett oväntat vikariat som skåpvakt, men Erikssons generation löper längs snitslade spår. Att ta sig in är inte lätt, men här som i många andra sammanhang gäller det att ha de rätta sociala kontakterna: föräldrar, syskon eller kompisar som antingen redan finns i branschen eller som är stora kunder hos någon mäklarfirma eller hos någon bank. Det är således inte slumpen som styrt Tedde Jeanssons son till Bergs, för att nu ta ett exempel. Som alla andra kretsar är också börskretsarna små.

Den intressanta frågan är förstås om ett nytt 1967 är möjligt, en skandal och en utrensning av samma omfattning som för tjugo år sedan. Nej, säger alla – men så har alla alltid sagt, alltid genom decennierna poängterat hur föga spekulativ börsen numera blivit jämfört med hur den en gång var.

Vi får väl se. Och hittills har ju ingen nedgång inte följts av en uppgång.

VII

Börsen och framtiden

Bengt Rydén

Den utan jämförelse viktigaste förändringen i Stockholmsbörsens villkor på senare år är att den blivit utsatt för en mycket hård konkurrens om handeln i de ca tio aktier som svarar för över hälften av den totala aktieomsättningen.

Aktieägandets och finansmarknadernas internationalisering och den snabba utvecklingen av informationsteknologin är de avgörande drivkrafterna bakom den framväxande internationella konkurrensen. Vi ser redan nu hur ett antal fria aktieserier har en betydligt större handel utanför Sverige – i London och New York – än i Stockholm. Den utvecklingen kommer med all säkerhet att rulla på av egen kraft de närmaste åren även om konkurrensförutsättningarna skulle förbättras till Stockholmsbörsens fördel. Bromssträckan är ganska lång.

Ett annat hot mot Stockholmsbörsen som dominerande marknadsplats för svenska värdepapper är framväxten av elektroniska informations- och handelssystem inom specialiserade företag, ofta finansiella informationssäljare på internationell nivå, och stora, internationellt arbetande banker.

Stockholmsbörsen är illa utsatt i den konkurrensen inte bara för att vi lider av vissa konkurrensnackdelar vad gäller transaktionskostnader och servicenivå. Vårt grundläggande "problem" är den rikliga tillgången på framgångsrika, internationellt kända företag, som söker sig till de internationella kapitalmarknaderna därför att deras aktier är attraktiva för utländska placerare eller därför att de vill profilera sig i den internationella finansvärlden.

Spelar det egentligen någon roll om svenska aktier handlas i Sverige eller utomlands? Svaret är ja och det av åtminstone två viktiga skäl. Det första är att Stockholmsbörsens och aktiemarknadens totala

attraktionskraft är starkt beroende av de 10–20 mest kända och omsatta aktierna – Volvo, SKF, ASEA, Pharmacia, Electrolux, Saab-Scania, SCA m.fl. Det är sannolikt att kostnaden för nytt riskkapital i Sverige skulle stiga om handeln i dessa aktier definitivt emigrerade.

Det andra skälet är att svenska aktieägare bör ha tillgång till en marknadsplats i deras närhet och som arbetar på egna villkor så långt detta är möjligt. Jag avser här framför allt regler som syftar till att säkerställa en rättvis och välordnad marknad till investerarnas skydd.

Det har mot denna bakgrund inte varit svårt att formulera det övergripande strategiska målet för Stockholms fondbörs: att vara den dominerande marknadsplatsen för svenska värdepapper genom att bli ”världens bästa nationella börs”. Inom ramen för en rad projekt arbetar nu fondbörsen intensivt på att uppnå detta mål. Vi borde ha möjlighet att klara det, men det kräver ansträngningar och bidrag från alla som har ett inflytande över de viktigaste konkurrensvillkoren.

Vad är avgörande för en fondbörs konkurrenskraft? I vad består attraktionskraften hos en marknadsplats för värdepapper? Följande faktorer är enligt min mening viktigast.

- Likviditet.
- Kostnadseffektivitet i handel och övrig hantering (leverans, likviditet etc.).
- Marknads- och företagsinformation av hög kvalitet till låg kostnad.
- Förfaranden och regler som garanterar rättvisa och trygghet för investerarna.
- Konkurrenskraftig kundservice från marknadens mellanhänder.

Det kan räcka med att någon av dessa länkar är svag för att hela kedjan skall brista. Det är därför nödvändigt att arbeta med dem samtidigt i syfte att systematiskt stärka varje länk så att helheten blir stark och konkurrenskraftig. Jag ser framför mig en radikalt förändrad situation i början av 1990-talet som ett resultat av detta arbete.

- Kostnadseffektiviteten höjs genom införandet av ett elektroniskt helautomatiskt handelssystem – Stockholm Automated Exchange,



- SAX – under loppet av 1989 och genom övergång till ett papperslöst, kontobaserat värdepapperssystem inom VPC från 1990. Detta helintegrerade system skapar betydande rationaliseringsvinster genom feleliminering, avskaffandet av fysiska leveranser, netto-clearing och allmänt minskat manuellt arbete genom hela kedjan.
- Reducerade courtage- och skattekostnader sänker transaktionskostnaderna. Avskaffande av omsättningsskatten på aktie- och annan värdepappershandel är ett nödvändigt inslag i denna process. Resten ombesörjs av den internationella konkurrensen inom handeln.
 - Drastiskt höjd kvalitet på informationen från marknadsplats och emittenter vad gäller innehåll, snabbhet och samtidighet. Fondbörsen erbjuder inom och utom SAX ett informationsutbud som inte står något existerande alternativ efter och till en mycket låg kostnad.
 - Regelsystemet vidareutvecklas i syfte att öka rättvisa och trygghet för framför allt småaktieägare och andra minoriteter, t.ex. utländska placerare. Ett nytt inregistreringskontrakt träder i kraft under 1988. Borsstyrelsens Fermenta-utredning presenterar förslag som tillsammans med annat pågående arbete inom bl.a. Värdepappersmarknadskommittén kan beräknas resultera i lagförslag 1989/90. Regelverkets internationalisering går långsamt och omfattar endast vissa minimikrav vad gäller regler för insideraffärer, informationsgivning och börsregistrering.
 - Fondbörsens och Bankinspektionens roller som marknadsövervakare och tillsynsorgan byggs ut. Marknadens egen normutveckling förstärks, bl.a. i samarbete mellan fondbörsen, fondhandeln och industrin.
 - Alla dessa förändringar gör marknadsplatsen successivt attraktivare och likviditeten, för närvarande ca 30 % mätt som omsättningshastighet, stiger till 40–50 %. Aktier med klart lägre likviditet noteras på särskilda listor i syfte att varna kunderna för kurs- och inlåningsrisker.
 - Betydande strukturförändringar sker i handelsledet. Finansiella koncerner byggs upp efter internationellt mönster, kompletterade med specialiserade ”nischföretag” med hög servicenivå. De svenska företagen internationaliseras genom fortsatta utlandsetableringar och genom samarbetsavtal med utländska företag. En växande del av de svenska företagens verksamhet syftar till att ge service åt svenska kunder med utländska placeringsbehov och utländska kunder med placeringsintresse i Sverige.
 - Handelsstrukturen genomgår också stora förändringar. De internationellt handlade aktierna domineras av market maker-handel som möjliggjorts genom legal rätt till större värdepapperslager och blankning och genom större kapitaltäckning. SAX ingår i ett inter-



Vi kommer att lyckas om alla ställer upp för målen och visionen.

nationellt handelsnätverk som möjliggör handel från utlandet i svenska aktier på realtid och vice versa. Särskilt London och Stockholm knyts nära varandra men också New York och Stockholm. Tidsskillnaden medför att kvällsarbete blir normalt i Stockholm. Den nordiska marknaden i de större aktierna betraktas alltmer som en enhetlig marknad. Integrationen bromsas något av svårigheten att enas i vissa regelfrågor.

- Derivatmarknaderna är fortfarande livaktiga men dynamiken vad gäller nya produkter har avtagit något. Options- och terminsmarknaderna drivs inom ramen för en legalt reglerad börs. Dessa marknader betraktas som fullt integrerade delar av finansmarknaden och ingår i regelverk för hela denna marknad.

Dessa förutsägelser ingår i en vision snarare än en prognos över Stockholms fondbörs framtid. Det kommer naturligtvis inte att bli så här, men antagligen någonting åt det håll som jag skisserat. Som alltid kommer det att ta längre tid än planerat.

Visioner syftar till att förändra verkligheten, inte att förutsäga framtiden. Min beskrivning har förhoppningsvis visat att det är fullt möjligt att utveckla svensk aktie- och värdepappersmarknad till en fullt konkurrensduglig status. Vi kommer att lyckas om alla – branschföreträdare, myndigheter och politiker – ställer upp för målen och visionen.

DATA OM BÖRSEN OCH BÖRSFÖRETAGEN

Tabell 1. Emissioner och introduktioner 1980–1987.

	AI + A II	OTC	Inofficiella listan	Summa
1980				
Kontantemissioner				
Sverige	56	–	–	56
Riktade emissioner utomlands	–	–	–	–
Introduktioner	55	–	–	55
Totalt	111	–	–	111
1981				
Kontantemissioner				
Sverige	1 346	–	–	1 346
Riktade emissioner utomlands	408	–	–	408
Introduktioner	316	–	367	683
Totalt	2 070	–	367	2 437
1982				
Kontantemissioner				
Sverige	1 301	–	–	1 301
Riktade emissioner utomlands	7	–	–	7
Introduktioner	513	17	329	859
Totalt	1 821	17	329	2 167
1983				
Kontantemissioner				
Sverige	1 906	22	196	2 124
Riktade emissioner utomlands	3 729	–	–	3 729
Introduktioner	2 123	496	922	3 541
Totalt	7 758	518	1 118	9 394

	AI + A II	OTC	Inofficiella listan	Summa
1984				
Kontantemissioner Sverige	2 737	88	43	2 868
Riktade emissioner utomlands	371	—	—	371
Introduktioner	2 072	463	791	3 326
Totalt	5 180	551	834	6 565
1985				
Kontantemissioner Sverige	86	28	394	508
Riktade emissioner utomlands	539	8	—	547
Introduktioner	1 483	75	217	1 775
Totalt	2 108	111	611	2 830
1986				
Kontantemissioner Sverige	1 106	229	—	1 335
Riktade emissioner utomlands	2 366	—	—	2 366
Introduktioner	409	59	115	583
Totalt	3 881	288	115	4 284
1987 (prel.)				
Kontantemissioner Sverige	3 805	70	780	4 655
Riktade emissioner utomlands	42	—	—	42
Introduktioner	1 526	230	576	2 332
Totalt	5 373	300	1 356	7 029

Anm: Siffrorna gäller:

- 1 Verkligt inbetalt belopp (alltså ej nominellt).
- 2 Aktier (ej konvertibler).
- 3 Periodisering per år efter likviddag.
- 4 Ej apportemissioner och konverteringar.

Tabell 2. Nytt riskkapital till aktiemarknadsbolagen 1980–1987¹

	Kontant- emissioner med företrädare	Riktade emissioner utomlands	Introduktioner av nya bolag ²	Summa
1980	56	—	55	111
1981	1 346	408	683	2 437
1982	1 301	7	859	2 167
1983	2 124	3 729	3 541	9 394
1984	2 868	371	3 326	6 565
1985	508	547	1 775	2 830
1986	1 335	2 366	583	4 284
1987 (prel.)	4 655	42	2 332	7 029
Totalt	14 193	7 470	13 154	34 817

¹ AI, AII, OTC (fr.o.m. 1982), inofficiella listan (fr.o.m. 1981).

² Totalsumma för vid introduktionstillfället till allmänheten utbudna aktier (varav en mindre del är aktieförsäljning från gamla ägare och alltså inte nytt riskkapital till det nya aktiemarknadsbolaget).

Anm: Siffrorna för riktade emissioner utomlands avviker från riksbankens statistik på grund av egna korrigeringar.

	AI + AII	OTC	Inofficiella listan	Summa	Ackumulerat fr.o.m. 1980
1980	111	—	—	111	111
1981	2 070	—	367	2 437	2 548
1982	1 821	17	329	2 167	4 715
1983	7 758	518	1 118	9 394	14 109
1984	5 180	551	834	6 565	20 674
1985	2 108	111	611	2 830	23 504
1986	3 881	288	115	4 284	27 788
1987 (prel.)	5 373	300	1 356	7 029	34 817
Summa	28 302	1 785	4 730	34 817	*

Tabell 3. Nyintroducerade bolag vid Stockholms fondbörs 1960–1968.

År	Företag
1960	Elverk Monark (sammanslagning med Nymanbolagen)
1961	Garphyttan Hylte bruk, sedermera Ry AB Wikmanshyttan
1962	Asken Fannyudde Mölnlycke Öresund
1963	Algot Billman Götaverken Promotion Sanna
1964	Ahlsell & Ågren Trelleborgs Gummi AB
1965	Investment AB D Carnegie & Co AB Skånska Cementgjuteriet AB Företagsfinans
1966	Dagens Nyheter AB
1967	Tarkett AB
1968	AB Armerad Betong AB Vägförbättringar, sedermera Armerad Betong Vägförbättringar AB

Tabell 4. Avförda bolag vid Stockholms fondbörs 1960–1968.

År	Företag	År	Företag
1960	de Laval Ångturbin Diamantbergborrning See Fabriks AB	1964	Yngeredsfors
1961	Göta Kanal	1965	Boxholms AB
1962	Gamlestadens Fabriks AB Förvaltnings AB Laval Turbin AB de Laval Ljungström	1966	AB Addo AB Svensk Filmindustri Wifstavarfs AB Wikmanshyttan
1963	Oljeslageri AB Reymersholm Separator Stal Laval Turbin AB	1967	AB Stockholms Bryggerier Ström-Ljusne AB AB Iföverken
		1968	Forshaga AB Kohlswa Jernverks AB

Tabell 5. Nyemissionsvolymen i 1979 års fasta priser, tre års glidande medelvärde.

1914/16	376,0	1938/40	59,5	1962/64	725,2	<i>Därav</i>	
1915/17	730,3	1939/41	34,3	1963/65	1203,3	<i>utlandsemissioner</i>	
1916/18	1070,2	1940/42	26,3	1964/66	1226,3	1926/28	893,4
1917/19	1077,2	1941/43	84,9	1965/67	1187,0	1927/29	1664,4
1918/20	651,5	1942/44	183,8	1966/68	679,6	1928/30	1487,6
1919/21	281,7	1943/45	200,6	1967/69	634,4	1929/31	971,0
1920/22	254,4	1944/46	339,5	1968/70	383,4		
1921/23	167,9	1945/47	282,1	1969/71	334,8	1979/81	106,6
1922/24	400,1	1946/48	274,9	1970/72	194,9	1980/82	108,3
1923/25	295,8	1947/49	99,1	1971/73	228,2	1981/83	932,6
1924/26	352,7	1948/50	126,1	1972/74	230,1	1982/84	902,5
1925/27	911,9	1949/51	342,7	1973/75	447,2	1983/85	1003,6
1926/28	1775,9	1950/52	331,6	1974/76	906,2	1984/86	614,1
1927/29	2872,5	1951/53	289,3	1975/77	1105,3	1985/87	545,0
1928/30	2226,4	1952/54	51,1	1976/78	848,5		
1929/31	1736,1	1953/55	447,6	1977/79	418,9		
1930/32	582,6	1954/56	424,2	1978/80	176,3		
1931/33	391,8	1955/57	472,4	1979/81	554,5		
1932/34	14,4	1956/58	107,9	1980/82	789,9		
1933/35	74,9	1957/59	200,8	1981/83	2019,1		
1934/36	184,4	1958/60	436,1	1982/84	2196,5		
1935/37	183,9	1959/61	760,6	1983/85	2000,7		
1936/38	148,6	1960/62	800,7	1984/86	1393,1		
1937/39	73,4	1961/63	785,1	1985/87	1437,4		

Tabell 6. Nyemissionsvolym 1902–1987 (Mkr), med överkurser exklusive apportionemissioner.

Löpande priser							
1902	6,0	1926	22,7	1950	41,5	1974	112,8
1903	24,3	1927	331,4	1951	176,5	1975	699,0
1904	7,8	1928	352,0	1952	8,1	1976	1162,7
1905	27,0	1929	453,3	1953	20,0	1977	658,8
1906	41,9	1930	72,7	1954	11,0	1978	225,0
1907	51,7	1931	144,6	1955	321,3	1979	238,8
1908	9,6	1932	0	1956	2,3	1980	56,0
1909	1,7	1933	0	1957	54,2	1981	1346,0
1910	46,5	1934	5,1	1958	38,6	1982	1301,0
1911	15,6	1935	21,8	1959	87,3	1983	1906,0
1912	14,9	1936	40,1	1960	283,2	1984	2737,0
1913	35,9	1937	5,2	1961	356,9	1985	86,0
1914	36,9	1938	9,7	1962	138,1	1986	1106,0
1915	22,3	1939	13,5	1963	295,5	1987	3805,0
1916	47,1	1940	0	1964	330,1	<i>Inkl. riktade emissioner utomlands</i>	
1917	204,4	1941	0	1965	696,0		
1918	222,5	1942	14,3	1966	369,0	1980	56,0
1919	93,9	1943	32,2	1967	337,7	1981	1754,0
1920	54,5	1944	54,0	1968	136,7	1982	1308,0
1921	24,7	1945	23,4	1969	343,2	1983	5635,0
1922	54,0	1946	107,9	1970	24,0	1984	3108,0
1923	0	1947	23,3	1971	87,9	1985	625,0
1924	113,3	1948	21,1	1972	193,1	1986	3472,0
1925	7,6	1949	13,0	1973	86,3	1987	3847,0
1979 års fasta priser							
1914	473,8	1935	181,6	1956	8,3	1977	776,8
1915	226,2	1936	328,6	1957	187,5	1978	241,1
1916	428,1	1937	41,6	1958	127,9	1979	238,8
1917	1536,8	1938	75,7	1959	287,1	1980	49,2
1918	1245,8	1939	103,0	1960	893,3	1981	1055,6
1919	449,2	1940	0	1961	1101,5	1982	940,0
1920	259,5	1941	0	1962	407,3	1983	1263,9
1921	136,4	1942	79,0	1963	846,7	1984	1678,3
1922	367,3	1943	175,9	1964	914,4	1985	49,1
1923	0	1944	296,7	1965	1841,2	1986	509,7
1924	833,0	1945	129,2	1966	915,6	1987	2018,5
1925	54,6	1946	592,8	1967	804,0	<i>Inkl. riktade emissioner utomlands</i>	
1926	170,6	1947	124,5	1968	319,3		
1927	2510,6	1948	107,6	1969	780,0	1980	49,2
1928	2646,6	1949	65,3	1970	50,9	1981	1375,6
1929	3460,3	1950	205,4	1971	173,7	1982	945,0
1930	572,4	1951	757,5	1972	360,2	1983	3736,7
1931	1175,6	1952	32,1	1973	150,8	1984	1907,9
1932	0	1953	78,4	1974	179,3	1985	357,5
1933	0	1954	42,8	1975	1011,5	1986	1914,0
1934	43,2	1955	1221,6	1976	1527,8	1987	2040,8

Tabell 7. Börsomsättning 1902–1986, Mkr, (1902–1917 total omsättning, 1918–1986 aktieomsättning).

Löpande priser							
1902	1,3	1924	126,6	1946	188,2	1968	891,1
1903	2,5	1925	179,4	1947	221,9	1969	1 193,3
1904	6,3	1926	201,2	1948	131,5	1970	708,3
1905	7,1	1927	349,7	1949	127,7	1971	1 061,5
1906	2,8	1928	506,7	1950	217,8	1972	1 602,1
1907	36,5	1929	492,2	1951	223,0	1973	2 034,3
1908	28,5	1930	511,7	1952	167,7	1974	2 110,7
1909	38,6	1931	530,5	1953	160,8	1975	2 064,1
1910	87,4	1932	162,1	1954	240,9	1976	2 146,4
1911	180,5	1933	135,0	1955	188,8	1977	1 751,0
1912	318,2	1934	199,9	1956	133,6	1978	1 816,8
1913	180,0	1935	183,5	1957	220,2	1979	1 900,0
1914	51,5	1936	487,4	1958	261,0	1980	7 535,0
1915	50,9	1937	438,4	1959	357,8	1981	18 526,0
1916	604,7	1938	265,2	1960	341,9	1982	29 054,0
1917	1 321,5	1939	192,4	1961	317,5	1983	75 797,0
1918	1 518,0	1940	84,2	1962	277,4	1984	70 659,0
1919	519,6	1941	131,8	1963	427,8	1985	83 358,0
1920	324,2	1942	169,3	1964	600,6	1986	141 660,0
1921	145,8	1943	109,4	1965	735,4		
1922	145,5	1944	124,8	1966	656,0		
1923	114,0	1945	188,4	1967	506,1		
1979 års fasta priser							
1914	661,5	1933	1 144,8	1952	665,4	1971	2 097,8
1915	514,3	1934	1 694,4	1953	630,6	1972	2 989,1
1916	5 497,7	1935	1 529,2	1954	937,4	1973	3 556,5
1917	9 938,7	1936	3 995,7	1955	718,1	1974	3 355,7
1918	8 387,0	1937	3 507,4	1956	482,5	1975	2 987,1
1919	2 486,3	1938	2 071,9	1957	762,1	1976	2 820,5
1920	1 543,3	1939	1 468,7	1958	864,3	1977	2 064,8
1921	805,6	1940	568,9	1959	1 177,2	1978	1 947,2
1922	990,1	1941	789,5	1960	1 078,7	1979	1 900,0
1923	838,4	1942	935,6	1961	980,0	1980	6 627,0
1924	930,9	1943	598,0	1962	818,5	1981	14 530,1
1925	1 319,6	1944	686,2	1963	1 225,9	1982	20 992,7
1926	1 512,8	1945	1 041,2	1964	1 663,7	1983	50 263,2
1927	2 649,6	1946	1 034,5	1965	1 945,7	1984	43 375,6
1928	3 810,0	1947	1 186,8	1966	1 627,8	1985	47 687,6
1929	3 757,2	1948	671,1	1967	1 205,0	1986	78 092,6
1930	4 029,2	1949	642,0	1968	2 082,1		
1931	4 313,1	1950	1 078,4	1969	2 712,0		
1932	1 351,1	1951	957,1	1970	1 503,8		

Tabell 8. Introduktioner av nya bolag 1969–1979
(börsen + fondhandlarlistan).

1969	1973	1976
<i>Börsen</i> —	<i>Börsen</i> —	<i>Börsen</i> —
<i>Fondhandlarlistan</i> Alcro, Fortia, Hevea	<i>Fondhandlarlistan</i> Iro, Sandblom & Stohne, Tornet, Weibull	<i>Fondhandlarlistan</i> Bergman & Beving, Eken, Fagerhult, In- dependent, J & W, Opus Saléninvest, Wigral
1970	1974	
<i>Börsen</i> —	<i>Börsen</i> —	1977
<i>Fondhandlarlistan</i> Perstorp, Tulwe	<i>Fondhandlarlistan</i> Edstrand, Eldon, Fogel- fors, Gorthon, Hennes, Kockums Jernverk	<i>Börsen</i> —
1971		<i>Fondhandlarlistan</i> Grafoprint, Skrinet
<i>Börsen</i> —	1975	1978
<i>Fondhandlarlistan</i> Export-Invest	<i>Börsen</i> —	<i>Börsen</i> Pilen
1972	<i>Fondhandlarlistan</i> Barkman	<i>Fondhandlarlistan</i> Forsen
<i>Börsen</i> —		1979
(S-E-Banken ersatte Skandinaviska Banken och Enskilda Banken)		<i>Börsen</i> —
<i>Fondhandlarlistan</i> Diligentia, Euroclimate		<i>Fondhandlarlistan</i> B & B, Fabege, Faluhus, Scansped, Sporrong

Anm: Periodiseringen gjord efter börsregistrering respektive första notering på fondhandlarlistan. Marknadsintroduktionen kan någon gång ha skett året innan. Endast företagets första noteringstidpunkt anges, t.ex. på fondhandlarlistan. Omflyttningen till börsens A-lista anges ej.

Källor: Stockholms fondbörs årsberättelser (se även Kapitalmarknadsutredningen, bilaga 3 (Torsten Carlsson), SOU 1978:13, sid. 99), maskinskrivna förteckningar från Svenska fondhandlareföreningen.

Tabell 9. Nya bolag 1969–79, antal.

	Börsen	Fondhandlar- listan	Summa
1969	–	3	3
1970	–	2	2
1971	–	1	1
1972	1	2	3
1973	–	4	4
1974	–	6	6
1975	–	1	1
1976	–	8	8
1977	–	2	2
1978	1	1	2
1979	–	5	5
Summa	2	35	37

Anm. och källor: se tabell 8.

Tabell 10. Introduktioner av nya bolag 1980–1987, Mkr.

Företag	Belopp	Företag	Belopp
1980		<i>Till Inofficiella listan:</i>	
		Argentus	327
<i>Till Börsen:</i>		Regnbågen	40
Pharos	35	Summa (2 bolag)	367
Prospector	9	Total (9 bolag)	683
Protorp	11		
Summa (3 bolag)	55		
		1982	
1981		<i>Till Börsen:</i>	
<i>Till Börsen:</i>		Dacke	134,0
Citadellet	26	Forsheda	13,0
Gullspång ¹	–	Infina	30,0
JM	86	Kone	30,4
Kilaberg	96	Nea	11,0
Ljungdahl	8	Norsk Data	35,6
NPL	60	Siab	58,5
Reinholds	40	Skoogs	10,2
Summa (7 bolag)	316	STC	152,8
		Svenska Kredit	37,5
		Summa (10 bolag)	513,0

Företag	Belopp	Företag	Belopp
<i>Till OTC:</i>		Kullenbergs ²	111
Artin-Kores	10,8	Ljusne Kätting	18
Sporrong	6,0	Lodet	9
Summa (2 bolag)	17,0	Nederman	7
		Nessim	8
<i>Till Inofficiella listan:</i>		Nils Weibull	8
Forsinvest	77,0	OEM-Automatic	9
Parcon	42,9	Platzer Bygg	21
Proventus	2,7	Roslags-Energi	3
Schatullet	2,4	Round Office	13
STC Venture	203,7	Spendrup	10
		Svedbergs	13
Summa (5 bolag + Parlamentet =		Svensk Teleindustri	11
f.d. Sporrong från börsen,		Swepart	17
6 bolag)	328,7	Thomé-Hörle	12
Total (17 bolag + Parlamentet)	858,5	3K	2
		Turn-Key Data	4
		VIAK	10
1983		Summa (29 bolag) ³	496
<i>Till Börsen:</i>		<i>Till Inofficiella listan:</i>	
Andersons	45	Argonaut	196
Beijer	1 115	Balken Invest	300
Bilspedition	90	BGB	108
Gambro	114	Dataindustrier (Diab)	31
Geveko	32	Landeriet	— ⁴
Guldfynd	23	NCB	— ⁷
Guldsmedsbolaget	6	NK	30
Hemglass	37	Sekretären	58
LKB	90	Tresor	199
L E Lundberg	300		
Nokia	60	Summa (9 bolag, belopp	
Norsk Hydro	6	exkl. Landeriet)	922
Philipsons	60	Total (55 bolag)	3541
Programator	52		
Scapa Inter	13	1984	
Wärtsilä	80	<i>Till Börsen:</i>	
Summa (16 bolag)	2 123	PKbanken (AI)	512,0
<i>Till OTC:</i>		Consafe (AI)	340,0
Aranäs	50	Catena (AI)	282,2
Comcept	7	Hilleshög (AI)	235,5
Data Logic	8	Nisses (AI)	170,0
Enator	16	Fermenta (AI)	102,0
Eneqvist	15	Hasselblad (AI)	85,8
Enström	10	Sardus (AII)	57,4
Ernström	33	Besam (AII)	46,4
Finnveden Invest	15	Cabanco (AII)	42,0
Fjällräven	14	Nordisk Fjer (AII)	40,0
Haki	25	Malmros (AI)	34,0
Kabe Husvagnar	17	Kabinettet (AII)	32,4

Företag	Belopp	Företag	Belopp
Orrefors (A II)	31,0	<i>Till Inofficiella listan:</i>	
Swanboard Masonite (A II)	30,0	Avesta	308,5 ⁵
Cederroth (A II)	18,9	Monitor	180,0
Kylma (A II)	12,4	Concordia Maritime	70,0
Summa (17 bolag + Kanthal, f.d. Hallstahammar, efter upp- köp av Bulten-Kanthal utan ut- bud av aktier på allmänna marknaden)	2 072,0	Datatronic	— ⁷
<i>OTC-listan:</i>		MarinInvest	63,6
Adamsons	11,3	Skandigen	60,0
Anza	11,6	Östgöta Holding	50,0
C F Berg	9,6	Componenta	28,5
BNL	6,0	Cominvest	18,0
Bruks	10,0	Sydostinvest	12,2
Citarent	12,0	Summa (10 bolag)	791,0
Constructa	32,0	Total (64 bolag)	3 326
Devehissar	12,5		
Finansrutin	2,0	1985	
Folkebolagen	10,3	<i>Till Börsen:</i>	
Frico	10,0	Bohus	34,8
Generator	14,4	Borås Wärfveri	32,0
Holomed	9,6	EBS	122,0
HP Färg	9,5	Ellos	90,0
IDK Data	10,5	HexaTrade	37,9
Ivars Bil	7,9	Hötorget	54,0
Jeppson	11,1	Kebo	148,2
Johnson Pump	3,3	Skandia International	876,0
Kontorsutveckling	27,0	Thorsman	72,0
Leksells	11,3	WM-Data	15,8
Lindab	20,3	Summa (10 bolag)	1 483,0
Lundgren	13,0	<i>Till OTC-listan:</i>	
Mods	9,1	Anesco	— ⁶
Modulföretagen	5,9	BK	8,0
Nolato	8,1	Brio	21,3
Norden	18,8	Claes Johansson	9,4
Percal	24,2	Cranab	5,8
Pulsen i Borås	9,8	Memory	5,2
Rockhammar	12,8	Printcom	8,6
Rundviksverken	13,5	SMZ	11,0
Sjölander	4,5	VLT	6,0
Smålandsinvest	14,0	Summa (9 bolag)	75,3
Småländska Industri- produkter	3,3	<i>Till Inofficiella listan:</i>	
Strålfors	30,0	Consilium	8,1
Tivox	5,1	Gyllenhammar & Partners	— ⁷
Topflight	6,7		
Wallenstam	32,0		
Summa (37 bolag)	463,0		

Företag	Belopp	Företag	Belopp
Leo	143,8	1987	
Modern Systemering	— ⁷		
NPL Conata	— ⁷	<i>Till Börsen:</i>	
Parafront	65,0	Avesta (A I)	90,0
Summa (6 bolag)	217,0	Beväringen (A?)	49,6
Total (25 bolag)	1 775	Databolin (A II)	34,0
		FFNS (A I)	75,0
		Fortet (A I)	102,0
		Inter-Innovation (A I)	81,1
1986		Osterman (A II)	44,0
		Procordia (A I)	1 050,0
<i>Till Börsen:</i>		Summa (8 bolag)	1 526,0
Anticimex (A II)	24,7		
Betongindustri (A I)	57,5	<i>Till OTC:</i>	
Edebe (A II)	24,1	Alma	14,9
Industri-Matematik (A II)	10,0	Hallström & Nisses	57,5
Klövern (A I)	186,0	Harald Nilsson	5,2
Opiab	26,1	Metallhyttan	10,8
Piren (A II)	54,7	Opiab	— ¹³
Ångpanneföreningen (A II)	25,5	Pendax	5,3
"Nya" Cardo (A I)	— ⁸	Rottneros	— ¹⁶
Nordström & Thulin (A II)	— ⁹	Tax-Free Shopping	111,6 ¹⁵
Sydsvenska Dagbladet (A II)	— ¹⁰	VBG	18,3
Summa (11 bolag)	409,0	WSA	6,0
		Summa (10 bolag)	230,0
<i>Till OTC:</i>			
IBS	18,9	<i>Till Inofficiella listan:</i>	
Indevo	8,3	Adepten	19,1
Källdata	5,6	AWA-Patent	1,2
Martinsson	5,4	Gotagruppen	— ¹⁴
Målldata	10,0	Hilab	19,0
Radiosystem	11,1	Intern. Credit	170,0
Summa (6 bolag)	59,0	Invent Management	— ¹⁴
		Invik	— ¹⁴
<i>Till Inofficiella listan:</i>		Karolin Invest	26,0
Active	— ¹⁰	OM	110,0
Almedahlsgruppen	— ¹¹	Polargasintr.	8,0
BPA	— ¹⁰	Prosparitas	66,0
Convexa	— ¹⁰	Sannadal	38,0
Fortet	17,0	Secab	100,0
Kullenberg Förv. AB	98,5	Welbond	18,0
Perfresh	— ¹²	Summa (14 bolag)	576,0
PM	— ¹⁰	Total (32 bolag)	2 331,0
Wermia	— ¹⁰		
Summa (9 bolag)	115,5		
Total (25 bolag)	4 284		

- ¹ Aktiebyte vid Aseas köp av Elverk.
- ² Beloppet inkl. inoff. noterade Landeriet.
- ³ Under året överflyttades också Hasselfors från den inofficiella s.k. C-listan till OTC-listan utan att detta var förknippat med någon utförsäljning till allmänheten.
= Summa 30 nya OTC-bolag.
- ⁴ Belopp, se Kullenbergs OTC ovan.
- ⁵ Tecknades helt av S-E-banken.
- ⁶ Introduktion på OTC-listan utan samband med placering av aktier på marknaden.
- ⁷ Start för marknadsnotering utan samband med placering av aktier på marknaden.
- ⁸ Utbyte mot "gamla" Cardo.
- ⁹ Efter uppköp av inofficiellt noterade Monitor.
- ¹⁰ Start för marknadsnotering utan samband med placering av aktier på marknaden.
- ¹¹ Aktieägarna i Almedahl erbjöds i samband med uppköpserbjudande teckna aktier i det "avknoppade" bolaget Almedahlgruppen, som noteras inofficiellt.
- ¹² F.d. Percal, överfört från OTC-listan efter verksamhets- och ägarförändring.
- ¹³ Redovisat som blivande börsbolag 1986.
- ¹⁴ Utan samband med placering av aktier på marknaden.
- ¹⁵ Notering sker först 1988.
- ¹⁶ Efter genomfört uppköp av Rockhammar.

Anm: I beloppet under 1986 ingår Opiab, som tecknades under 1986 med sikte på AII-listan. Bolaget noterades till en början på väntelistan men överfördes 1987 till OTC och ingår därför i antalsstatistiken enbart för OTC 1987.

Tabell 11. Antal introduktioner av nya bolag 1980–1987.

	AI + AII	OTC	Inofficiella listan	Summa
1980	3	—	—	3
1981	7	—	2	9
1982	10	2	5 ³	17
1983	16	30	9 ⁵	55
1984	18 ⁶	37	10	65
1985	10	9	6	25
1986	10 ⁷	6	8 ⁴	24
1987	6 ¹	9 ⁸	14 ²	29
Totalt	80	93	54	227

Introduktioner på marknaden, periodiserade efter likvidtidpunkt för introduktionserbjudandet, ej = registr. på A-listorna (dessa framgår av annan tabell).

¹ Exkl. Avesta och Fortet, som redan var noterade inofficiellt, inkl. Beväringen och Osterman som 31/12 1987 noterades på väntelistan.

² Inkl. Gota och Hilab som 31/12 1987 noterades på väntelistan, exkl. Fermenta, som avregistrerades från börsen.

³ Exkl. Sporrong namnändrat till Parlament och överfört från börsen.

⁴ Exkl. Percal som avregistrerades från OTC.

⁵ Exkl. Fagersta och Kinnevik som avregistrerades från AI.

⁶ Inkl. Kanthal efter uppköp av Bulten-Kanthal.

⁷ Inkl. "nya" Cardo, Nordström & Thulin och Sydsvenskan (ej utförsäljning av aktier på marknaden).

⁸ Tax-Free Shopping ingår i introduktionsbelopp, men ej i antalet företag, eftersom likvid skedde 1987 men notering först 1988.

Anm: Periodiseringen på år är gjord efter likvidtidpunkt. Listtillhörighet har angetts efter var bolaget noterades omedelbart eller strax efter introduktion på marknaden. Bolag, som t.ex. introducerades med inofficiell notering 1983 och uppfördes på AI 1985, har förts till "inoff" 1983, men ingår inte i AI 1985.

Källor: Egna sammanställningar för 1980–84 och 1987, som bygger på företagsprospekt etc. För 1985: Stockholms Fondbörs årsberättelse 1985 sid. 9 (Leo här omfört till inofficiella listan). För 1986: Stockholms fondbörs årsberättelse 1986 sid. 15 (Opib har exkluderats och förts till OTC 1987).

Tabell 12. Uppköpta bolag på aktiemarknaden 1969–1979
(börsen + fondhandlarlistan).

1969	<i>Fondhandlarlistan</i>
	—
<i>Börsen</i>	
Metallverken	Summa 6 bolag
Nordarmatur	
Sanna	
Scania-Vabis	1973
Zander & Ingeström	<i>Börsen</i>
	Facit
<i>Fondhandlarlistan</i>	
Abba-Fyrtornet	<i>Fondhandlarlistan</i>
Anchor	Almqvist & Wiksell
Summa 7 bolag	Barnängen
	Tulwe
	Summa 4 bolag
1970	(Dessutom köpte Sydinvest
<i>Börsen</i>	Persöner och bytte namn till Persöner.)
Malcus Holmquist	
Turitz	1974
	<i>Börsen</i>
<i>Fondhandlarlistan</i>	Järnvägsverkstäderna
Svalöv	Svenska Amerika Linien
Summa 3 bolag	Svenska Lloyd
1971	<i>Fondhandlarlistan</i>
<i>Börsen</i>	Credo
Billman	Sponsor
Förenade Superfosfat	Summa 5 bolag
Götaverken	
<i>Fondhandlarlistan</i>	1975
—	<i>Börsen</i>
Summa 3 bolag	Coronaverken
	Mölnlycke
	Ry
1972	Pribo
<i>Börsen</i>	<i>Fondhandlarlistan</i>
ABV	Fogelfors
Fannyudde	Summa 5 bolag
Skandinaviska Banken	
Smålandsbanken	
Stockholms Enskilda Bank	
Tarkett	

1976

Börsen
Bergvik och Ala
Klippan
NK

Fondhandlarlistan
Ostasiat

Summa 4 bolag

1978

Börsen
Husqvarna
Kilsund
Wirsbo

Fondhandlarlistan

—

Summa 3 bolag

1977

Börsen
Kopparfors
Nitro Nobel

Fondhandlarlistan
Tibnor

Summa 3 bolag

1979

Börsen

—

Fondhandlarlistan
Euroclimate
Jonsered

Summa 2 bolag

Anm: Periodiseringen gjord efter avregistrering från börsen respektive notering på fondhandlarlistan. Uppköpet kan någon gång ha skett året innan. Omflyttningar mellan börsens A-lista och fondhandlarlistan anges ej.

Källor: Stockholms fondbörs årsberättelser (se även Kapitalmarknadsutredningen, bilaga 3 [Torsten Carlsson], SOU 1978:13, sid. 100), maskinskrivna förteckningar från Svenska fondhandlareföreningen.

Tabell 13. Antal uppköpta bolag 1969–1979.

	Börsen	Fondhandlar- listan	Summa
1969	5	2	7
1970	2	1	3
1971	3	—	3
1972	6	—	6
1973	1	3	4
1974	3	2	5
1975	4	1	5
1976	3	1	4
1977	2	1	3
1978	3	—	3
1979	—	2	2
Summa	32	13	45

Anm. och källor: se tabell 12.

Tabell 14. Uppköp 1980–1987.

Uppköpta bolag	Köpare
1980	
<i>Börsnoterade bolag</i>	
Drott	Skanska
Gränges	Electrolux
<i>Fondhandlarlistan</i>	
Kockums Jernverk	Beijerinvest
Persöner	Sonesson
Weibull	Cardo
Summa 5 uppköpserbjudanden	
1981	
<i>Börsnoterade bolag</i>	
Beijerinvest	Volvo
Elverk	Asea
Forsen	Skandia
Nife-Jungner	Sonesson
Pilen	Stockholms Badhus
Rotor	Alfa-Laval
<i>Fondhandlarlistan</i>	
Tretorn	Aritmos
Summa 7 uppköpserbjudanden	
1982	
<i>Börsnoterade bolag</i>	
AEG	Ahlsell
Monark	Kuben
Diligentia	Trygg-Hansa
Summa 3 uppköpserbjudanden	
1983	
<i>Börsnoterade bolag</i>	
Beckers	Becker-Intressenter
Bulten-Kanthal	Hallstahammar AB (senare namnändrat till Kanthal, som börsregistrerades)
Holmia	Folksam
<i>Inofficiella listan</i>	
Kinnevik	Fagersta (nuvarande Kinnevik)
Summa 4 uppköpserbjudanden	

Uppköpta bolag	Köpare
1984	
<i>Börsnoterade bolag</i>	
Billerud	Stora Kopparberg
KemaNobel	Bofors (nuvarande Nobel)
Kilaberg	Trygg-Hansa
NPL	Skrinet (gamla)
STC	Volvo
Uppsala-Ekeby	Proventus (gamla)
<i>OTC</i>	
Rundviksverken	Graningeverken
<i>Inofficiella listan</i>	
Schatullet	Hevea
6 börsbolag, 1 OTC, 1 inofficiella listan, summa 8 uppköpserbjudanden	
1985	
<i>Börsnoterade bolag</i>	
Bahco	Promotion
Borås Invest	Munksjö
Cardo	Volvo
Carnegie	Saba (nuvarande Carnegie)
Citadellet	Stockholms Badhus
Guldfynd	Oriflame
Hilleshög	Volvo
Iro	Argentus
Järnbron	Skåne-Gripen
Kabinettet	Enström
Kuben	Aritmos
Kylma	Skrinet
Nymölla	Papyrus
Proventus	Herakles (nuvarande Proventus)
Scansped	Bilspedition
Svea	Saba
SÅA	Reinholds
Säfveån	Catena
Tornet	Joar Invest
Uddeholm	AGA
Uplandsbanken	Sundsvallsbanken (nuvarande Nord-banken)
<i>OTC</i>	
Holomed	Parafront
Kullenbergs	Fenix (nuvarande Sea-Link)
Nedermans	Active
Nils Weibull	Faluhus
Smålandsinvest	Finnveden
Topflight	Strålfors

Uppköpta bolag	Köpare
<i>Inofficiella listan</i>	
Balken	Pronator
Marininvest	Nordström & Thulin
Parlamentet	STIAB

21 börsbolag, 6 OTC, 3 inofficiella listan, summa 30 uppköpserbjudanden

1986

Börsnoterade bolag

Ahlsell	Boliden
Alcro	AC Intressenter
Almedahl	Skandia
Barkman	Joar Invest
Faluhus	Tornet
Företagsfinans	Pronator (Balken)
GAB	Proventus
Höganäs	Kanthal
Ljungdahls	Munksjö
LKB	Pharmacia
Papyrus	Stora Kopparberg
Rang Invest	Konsortium
Sonesson	Volvo

OTC

Adamsons	Bilspedition
Anesco	Sporrong
Generator	Svenska Varv
Haki	Investment AB Österlen
Ivars	Philipson Invest
Nessim	Home Hotel
STIAB	Malmros
Tre Konsulter	Konsortium

Inofficiella listan

Diab	Teleindustrier
Landeriet	Barkman
Leo	Pharmacia
Monitor	Argonaut
Tresor	AGA

13 börsbolag, 8 OTC, 5 inofficiella listan, summa 26 uppköpserbjudanden

Uppköpta bolag	Köpare
1987	
<i>Börsnoterade bolag</i>	
Beijer	Argentus
B&B	GotaGruppen
Boliden	Trelleborg
Edstrand	Fam. Edstrand via bolag
Enator	Pronator
Kebo	Beijer
PLM	Industrivärden
Stockholms Badhus	Skandia
<i>OTC</i>	
Citarent	Malmros
Comcept	Peter Gyllenhammar via bolag
Rockhammar	Rottneros
Sjölander	Jacobson & Widmark
<i>Inofficiella listan</i>	
Holding Finans	Lundbergs
Parafront	Fredrik Roos via bolag
Perfresh	Fropit
8 börsbolag, 4 OTC, 3 inofficiella listan, summa 15 uppköpserbjudanden	

Tabell 15. Uppköpserbjudanden 1980–1987.

	AI + A II		OTC		Inofficiella listan		Summa	
	varav ej avreg. 31/12 1987		varav ej avreg. 31/12 1987		varav ej avreg. 31/12 1987		varav ej avreg. 31/12 1987	
1980	2		–		–		2	
1981	6		–		–		7	
1982	3		–		–		3	
1983	3		–		1		4	
1984	6		1		1		8	
1985	21		6		3		29	
1986	13		8	1	5		26	1
1987	8	5	4	3	3	1	15	9
Summa	62	5	19	4	13	1	94	10

Sammanfattning: 94 uppköpserbjudanden har lagts 1980–1987. Av dessa har 84 (94–10) bolag avregistrerats t.o.m. 31/12 1987 och 10 bolag återstår att avregistrera under 1988. Under åren 1980–81 lades uppköpserbjudanden dessutom på fyra företag noterade på fondhandlarlistan.

Tabell 16. Översikt över förändringen av antalet aktiemarknadsbolag 1980–1987.

	AI + AII	OTC	Inofficiella listan	Summa
<i>Introduktioner</i>	80	93	54	227
<i>Omföringar mellan listor:</i>				
Notering väntelistan				
31/12 1987	-2		+2	0
OTC till börsen	+2	-2		0
OTC till inofficiella listan		-1	+1	0
Inofficiella till börsen	+10 ¹		-10	0
Börsen till inofficiella listan	-4		+4	0
<i>Delsumma bruttoökning</i>	86	90	51	227
- avregistrering efter genomfört uppköp	-57	-15	-12	-84
- avregistrering efter "fallissemang"	-2	-2		-4
<i>Delsumma nettoökning</i>	+27	+73	+39	139
+ från fondhandlistan	+34			+34
<i>Nettoökning</i>	+61	+73	+39	173
+ IB 1/1 1980	+96	0	0	96
= UB 31/12 1987	157	73	39 ²	269

¹ Här är vi uppe i de 90 bolag som har börsregistrerats 1980–1987 exkl. de 34 från fondhandlarlistan.

² Inkl. 4 på väntelistan.

Totalt har vid något tillfälle under perioden 1980–1987 363 bolag varit noterade (IB 96 + 40 fondhandlarlistan, varav 6 bolag ej överfördes till börsen, + 227 nya bolag = 363). Av dessa har 94 försvunnit och 269 är kvar.

Tabell 17. Förändringar antal bolag på respektive lista 1980–1987.

	Ingåen- de balans	AI + AII		Utgåen- de balans	OTC		Utgåen- de balans	Inofficiella listan		
		in	ut		in	ut		in	ut	Utgåen- de balans
1980	96	7 ⁶	–	103	–	–	–	–	–	–
1981		33 ¹	6	130	–	–	–	2	–	2
1982		11	2	139	2	–	2	6 ²	–	8
1983		16	5	150	30	–	32	11 ⁸	1	18
1984		20	5	165	37	2	67	10	3	25
1985		15	9	171	9	5	71	6	3	28
1986		14	24	161	6	5	72	9 ⁴	7	30
1987		8	12	157	9	8	73	15 ⁵	8	37 ³
Totalt 1980–87		124 ⁷	63		93	20		59	22	

För AI och AII avses inregistreringar och avregistreringar. I en annan sammanställning återfinns marknadsintroduktioner med sikte på AI och AII för respektive år.

¹ Varav 28 st från fondhandlarlistan.

² Inkl. Sporrang namnändrat till Parlamentet och överfört från börsen.

³ Inkl. två av företagen på väntelistan (Gota, Hilab), men exkl. Beväringen och Osterman. Inoff. noterade är alltså egentligen 39 företag.

⁴ Inkl. Percal som avregistrerades från OTC.

⁵ Inkl. Fermenta som avregistrerades från börsen.

⁶ Varav 6 från fondhandlarlistan.

⁷ Varav 34 från fondhandlarlistan.

⁸ Inkl. Fagersta och Kinnevik som avregistrerades från börsen.

Källor: Beträffande AI + AII: Stockholms fondbörs årsberättelser, för OTC och inofficiella listan: egna sammanställningar.

Tabell 18. Förändringar på fondhandlarlistan 1969–1981 (avförda från notering).

	Till börsen	Upp- köpta	Annan orsak	Summa ut
1969	2	2		4
1970	1	1		2
1971	2	—		2
1972	4	—		4
1973	2	3		5
1974	3	2		5
1975	—	1		1
1976	—	1	1	2
1977	2	1		3
1978	—	—	1	1
1979	2	2		4
Delsumma	18	13	2	33
1980	6	3		9
1981	28	1	2	31
Summa	52	17	4	73

Tabell 19. Marknadsvärden noterade företag 1954–1987.

	Börsregistre- rade företag	Fondhand- larlistan ¹	OTC-listan ²	Inofficiella listan ³	Totalt
1954	10	?	—	—	10
1958	11	?	—	—	11
1962	18	?	—	—	18
1965	24	?	—	—	24
1970	24	1	—	—	25
1975	43	2	—	—	45
1980	57	4	—	—	61
1981	96	—	—	—	96
1982	136	—	0	2	138
1983	242	—	3	13	258
1984	231	—	6	13	250
1985	285	—	6	14	305
1986	433	—	9	17	460
1987	412	—	12	18	442

Uppgifterna är i miljarder kr (löpande priser) och avser läget vid slutet av respektive år.

¹ Fondhandlarlistan upphörde 1981. För tiden före 1970 föreligger inga uppgifter. Marknadsvärdet torde dock knappast ha överstigit 1 miljard kr.

² OTC-listan infördes 1982.

³ På "väntelistan" och bland "övriga inofficiella dagliga noteringar" påbörjades noteringar under 1982.

Källor: Börsreg. aktier: 1954–62, SOU 1978:13, sid. 98, 1965–1987 Stockholms fondbörs årsberättelser.

Fondhandlarlistan: 1970 SOU 1973:60, sid. 145, 1975 SOU 1978:13, sid. 98, 1980 egna beräkningar.

OTC, inofficiella noteringar: Egna beräkningar, återgivna i "Industri och industripolitik 1988", (Industridepartementets årsbok).

Tabell 20. Utländska placerares handel i svenska aktier 1980–1987.

	Export	Import	Export netto	Riktade emissioner	Total export	Andel av börs- omsättningen i procent ¹
1980	168	400	-232	—	-232	3,7
1981	942	1 116	-174	519	345	5,5
1982	2 576	1 335	1 241	128	1 369	6,7
1983	8 047	5 840	2 207	3 904	6 111	9,2
1984	5 587	4 471	1 116	371	1 487	7,1
1985	10 368	6 111	4 257	547	4 804	9,9
1986	16 398	16 416	-18	2 366	2 348	11,6
1987	9 168	13 315	-4 147	42	4 105	9,0
Totalt	53 254	49 004	4 250	7 877	12 127	

¹ Exkl. riktade emissioner.

Källa: Stockholms fondbörs årsberättelser 1986–1987 på basis av uppgifter från Riksbanken.

Tabell 21. Avförda bolag OTC och inofficiella listan
(årstal inom parentes efter företagsnamnet anger år för avgivet uppköps-
erbjudande).

OTC:

1983:	—	
1984:	efter uppköp: Rundviksverken (1984)	1
	efter fallissemang: Turn- Key	1
	Summa bort	2
1985:	efter uppköp: Holomed (1985), Topflight (1985)	2
	efter fallissemang: Ljusne Kätting	1
	till börsen: Enator, Finnveden	2
	Summa bort	5
1986:	efter uppköp: Anesco (1986), Kullenbergs (1985), Nedermans (1985), Smålandsinvest (1985)	4
	till inofficiella listan: Percal	1
	Summa bort	5
1987:	efter uppköp: Adamsons (1986), Generator (1986), Hahi (1986), Nessim (1986), Nils Weibull (1986), Rockhammar (1987), STIAB (1986), 3K (1986)	8
	Summa bort	8
Summa bort		20
	varav uppköp	15
	till börsen	2
	till inofficiella listan	1
	fallissemang	2

Inofficiella listan

1983:	efter uppköp:	—
	till börsen: Regnbågen	1
	Summa bort	1
1984:	efter uppköp: Kinnevik (1983)	1
	till börsen: Argentus, Forsinvest	2
	Summa bort	3
1985:	efter uppköp: Parlamentet (1985)	1
	till börsen: BGB, Proventus	2
	Summa bort	3
1986:	efter uppköp: Marinvest (1985), Monitor (1986),	
	Tresor (1986), Balken (1985), Schatullet (1984)	5
	till börsen: Componenta, Skrinet	2
	Summa bort	7
1987:	efter uppköp: Diab (1986), Holding (1987), Landeriet	
	(1986), Leo (1986), Parafront (1987)	5
	till börsen: Avesta, Fortet, NK	3
	Summa bort	8
Summa bort		22
	varav uppköp	12
	till börsen	10

Tabell 22. Nyemissioner 1980–1987 med företrädesrätt för gamla aktieägare.

1980		1983	
<i>AI + AII</i>		<i>AI + AII</i>	
Forsen	28	Atlantica	12
Garphyttan	15	Bahco	90
Hexagon	13	Barkman	40
Summa (3 företag)	56	Esab	37
		Forsheda	12
		Incentive	124
		Jämtland	6
		Perstorp	97
		PLM	178
1981		Regnbågen	77
<i>AI + AII</i>		Saab-Scania	566
ABV	54	S-E-Banken	642
Aga	140	Skåne-Gripen	25
Barkman	20	Summa (13 företag)	1 906
Diligentia	50		
Esab	41	<i>OTC</i>	
Fläkt	62	Sporrong	22
Fortia	147		
Saab-Scania	135	<i>Inofficiella listan</i>	
S-E-Banken	167	Fagersta	152
Skaraborgsbanken	15	Forsinvest	44
SKF	270	Summa	196
Stockholms Badhus	20		
Sydkraft	139	Totalt	2 124
Tornet	24		
Uplandsbanken	24		
Wermlandsbanken	38		
Summa (16 företag)	1 346		
		1984	
		<i>AI + AII</i>	
1982		Aritmos	79
<i>AI + AII</i>		Broströms	154
Eken	12,0	Forsheda	14
Esselte	142,6	Gunnebo	22
Euroc	69,2	Hexagon	142
Götabanken	87,0	Kuben	98
Holmen	103,6	Marabou	80
J & W	15,0	MoDo	147
Munksjö	100,0	Protorp	313
Skånska Banken	31,0	Skrinet	249
Sonesson	145,2	Skåne-Gripen	49
Sth Ångslup	37,8	Sonesson	684
Volvo	557,6	Sundsvall	133
Summa (11 företag)	1 301,0	Sydkraft	408
		Transatlantic	150
		Wärtsilä (enbart i Sverige)	15
		Summa (16 företag)	2 737

<i>OTC</i>		<i>OTC</i>	
Kullenberg	88	Platzer	127,0
		Spendrup	26,8
<i>Inofficiella listan</i>		Wallenstam	75,0
NK	20	Summa	229,0
Schatullet	23		
Totalt	2 868	Totalt	1 335,0
1985		1987	
<i>AI + AII</i>		<i>AI + AII</i>	
Bilspedition	86,3	Cabanco	105,0
		Gambro	719,0
<i>OTC</i>		Holmen	463,0
Mods Data	16,1	Inter Innovation	180,0
3K	11,5	Nobel	520,0
Summa	28,0	Nordbanken	241,5
		Nordisk Fjer (enbart i Sverige)	6,4
<i>Inofficiella listan</i>		Pronator	280,0
NK	100,0	SCA	567,0
NPL Conata	20,0	S-E-Banken	723,0
Sekretären	164,5	Summa (10 företag)	3 805
Östgöta Holding	110,0		
Summa	394,0	<i>OTC</i>	
Totalt	508,0	HP	10,0
		Radiosystem	28,9
		SMZ	31,2
		Summa	70,0
1986		<i>Inofficiella listan</i>	
<i>AI + AII</i>		BPA	202
Iggesund	300,0	Fermenta	346
MoDo	274,0	NPL	192
Nokia (enbart i Sverige)	8,9	Parcon	40
Pronator	133,0	Summa	780
SIAB	135,2		
Skaraborgsbanken	45,0	Totalt (17 företag)	4 655
Skåne-Gripen	131,0		
Östgötabanken	79,0		
Summa	1 106,0		

Personregister

Kursiverad siffra hänvisar till bildtext.

- Algott, Stig, 117, 119 f, 122, 124 f
Amelin, Albin 126
- Belfrage, Kurt 58
Berg, Alfred 127
Bertmar, Lars 7
Bohman, Gösta 124
Boman, Ragnar 7
Boström, Dan-Axel 115
Boyce, Heidi 115
Böhm, Åke 121
- Carlsund, Hans 120 f
Claesson, K. 36
- Dahlström, Lennart 114
Dahmén, Erik 7
Deinoff, Rolf 103, 104
De Ridder, A. 28
Dinkelspiel, Claes 127
Dinkelspiel, Max 117, 122 f, 127
- Ekman, Jan 103
Ericsson, Christer 104
Eriksson, Mats 128
Erlander, Tage 115
- Fama, E. 26, 27, 29–33
Fischer, S. 35
Fischer, Tomas 81, 124–126
Forsgren, Birgitta 112
Forsgren, Olof 112
Forsgårdh, L-E. 28
- Glete, Jan 39, 59
Grossman, S. 31, 32
Gyllenhammar, Pehr G. 105, 108 f, 109, 112
- Haak, Bengt 112
Hagströmer, Sven 69, 88, 128
- Hargel, Oscar 121
Hayek, Friedrich A. von 31
Hedly, Per 121
Hermansson, C-H. 112
Hertzen, K. 28
Håkansson, John 127
Hägg, Ingemund 7
Hägglöf, Kjell 127
Hägglöf, Richard 127
Högberg, Emanuel 107
Hörngren, Lars 19
- Jeansson, Tedde 128
Jennergren, P. 28
Jensen, M. 29
Jerand, Bengt 121, 123
Johnselius, Ingvar 115, 117
- Kahm, Bertil 117, 123 f, 127
Kahm, Gustaf 127
Keynes, John Maynard 30
Kreuger, Ivar 44, 46, 53, 57, 101
Kreuger, Nils 126
- Langenskiöld, Carl 123, 125 f
Larsson, Rudolf 126
Lee, Annabella 115
LeRoy, S. 30
Lindberg, Gösta 83
Lindencrona, Alvar 124
Lindgren, Håkan 39, 56
Lindgren, Ragnar 19
Lindström, Olof W. 119
Lundmark, Peter 120
Lundmark, Tage 120
- Martin, C. 120
Meidner, Rudolf 105
Merton, R. 35
Möller, Birger 48, 49, 51, 56

Nässling A.C. 120
Nässling, C.G. 120

Olofsson, Göte 123
Olsson, Hasse 104
Olson, Gösta 126

Palme, Olof 115
Pareto, Vilfredo 26
Penser, Erik 81, 124–126
Persson, Erling 103
Pokorny, C.R. 101
Ponsbach, Elis 127
Ponsbach, Jan 117, 123, 127
Ponsbach, Mikael 127
Porter, M. 30

Ricardo, David 31
Roos, Axel 120
Rydén, Bengt 7
Rydqvist, Kristian 103

Samuelson, P. 26
Shiller, R. 30
Smith, Adam 31
Stenbeck, Hugo 126
Stiglitz, J. 31, 32
Sträng, Gunnar 44
Ståhl, Bror 121

Summers, L. 29f
Söderberg, Erik 107
Söderberg, Ragnar 110

Thorsson, F.V. 118
Thulin, Carl 127
Thulin, Gunnar 117, 123, 127
Thunholm, Lars-Erik 126
Törnvall, H. 120
Törnvall, Mats 120

Walberg, Sten 125
Wall, Anders 92, 105, 107 f, 112
Wallander, Jan 105, 112
Wallenberg, Marcus 91, 105,
107 f, 119 f, 122
Wallenberg, Peter 112
Walras, Léon 31
Wanselius, Tore 120f
Wennberg, Lena 107
Werthén, Hans 110
Wickman, Krister 115
Wikander, Sten 114
Wolrath, Björn 62
Wulff, Kurt 115, 117–120,
122–125

Åkerman, Johan 121

Sakregister

Kursiverad siffra hänvisar till bildtext.

- AB Fondkommission 80
- A-listan 40, 56, 103
- AI-listan 68, 73, 86, 103
- AI-lista 60, 68, 73, 86
- Aktieanalys 35 f, 95
- Aktiebelåning 49
- Aktiebörs 20, 23
- Aktiefonder 29, 61, 76, 105, 114
- Aktiehandel, 9, 62–65
- Aktieindex 34 f, 43
- Aktiekurs 48
- Aktieomsättning 64 f, 130
- Aktieoption 64
- Aktieportfölj, se Portfölj
- Aktiepris 26, 30, 39
- Aktiespararnas Riksförbund 92
- Aktieuthyrning 69
- Allemansfonder 114
- Allmän jämvikt 31
- Allokering 20, 23, 26, 31
- Andrahandshandel 20 f, 74
- Anomalier 28
- AP-fonden 76
- Apportemission 50, 65, 67
- Auktionsmarknad 20
- Avreglering 87 f, 90
- Avskrivningsregler 28

- B-listan 40
- Bankinspektionen 43 f, 84, 87, 131
- Bankkredit 51
- Banklån 20, 22
- Betamått 22
- Blankning 69, 86, 98, 131
- Blockorders 98
- Bokslutskommuniké 26 f, 93
- Bostadsobligationer 64
- Broker-företag 69
- Börsauktion 40
- Börsavlyssnare 58, 94
- Börshandel 20
- Börsintroduktion 58 f, 65, 68
- Börskort 123, 125
- Börslagstiftningen 124
- Börslista 60
- Börsnoteringar 94
- Börsomsättning 45–48, 62
- Börsordningen 40

- C-listan 71 f, 86
- Chartist 28
- Corner 88
- Courtage 80, 84, 87, 90, 119, 125 f, 131

- D-listan 72
- D-listeföreningen 71
- Datorisering 81, 82 f, 87, 93, 95
- Deal 88
- Derivatinstrument 22, 74
- Derivatmarknad 91, 95, 132

- Earningstrend 88
- Efterbörsen 62, 81, 82 f, 86, 93, 95, 124
- Ekonomisk forskning 19
- Elektromekanisk markeringstavla 58, 79, 81, 83
- Elektroniska informations- och handelssystem 129
- Emission 21, 45, 50, 65–69, 74, 76, 91
- Emissionskurs 50
- Emissionsrelation 50
- Etikregler 114
- Event studies 28 f
- Extern finansiering 49, 53

- Fermenta-affären 92 f, 109, 114, 131

- Fientliga uppköp 63
- Filterregler 27 f
- Finance 19
- Finansanalys 24
- Fjärde AP-fonden 45, 114
- Fondbörs 40
- Fondbörskommitterad 40, 43
- Fondbörsutredningen 43 f, 84, 86
- Fondhandlarlistan 60, 84
- Fondkommissionslagen 86 f, 118, 124
- Fondmäklarinstitutionen 40
- Fondpapper 9
- Fondstämpelförordningen 43
- Företagsmission 45
- Företagsuppköp 101, 102, 103

- Generalindex 49, 104 f

- Hostile, se Fientliga uppköp
- Högbelåning 40

- Index 20, 29, 34, 48, 74, 91
- Informationsbearbetning 25–29, 30 f, 34, 36
- Inofficiella listan 60, 88
- Inofficiella noteringar 70–73
- Insider-information 27 f, 32
- Insideraffärer 72, 84, 92, 114
- Insiderlagen 45, 84, 86, 92
- Institutionsmäklare 69, 81, 91
- Internationalisering 87, 95, 129, 131
- Intern finansiering 49, 53
- Investmentbanking 90
- Investmentbolag 72
- Investor relations 63

- Klipp 45, 91 f
- Konjunkturprognos 34 f
- Konsumentprisindex 46
- Kontrakt 19
- Konvertibla skuldebrev 50
- Konvertibler 45, 65–68, 73 f, 76, 92

- Koreakonjunkturen 53
- Korttidsaffärer 117, 119 f, 122 f
- Kreditrestriktioner 53
- Kreugerkraschen 47, 53, 59, 80, 119
- Kurslista 40, 43
- Kursnotering 40
- Kursvårdande åtgärder 63
- KVB (konvertibla vinstandelsbevis) 74
- Köp- och säljregler 25, 27 f

- Leading indicator, se Ledande indikator
- Ledande indikator 25, 34
- Leoaffären 114, 124
- Leverantörskrediter 49
- Likabehandling 92, 103
- Löntagarfonder 76, 114

- Makroekonomisk utveckling 34
- Makrorisk 22
- Makrovariabler 35
- Market efficiency, se Marknadseffektivitet
- Market-maker 69, 70, 98, 131
- Marknadseffektivitet 26–34
- Merchant bank 73
- Mutual funds 29

- Net asset value 88
- Nominalvärde 50
- Nyemission 20, 22, 24, 39 f, 49–51, 59, 61, 66, 68, 72, 75
- Nyemissionsvolym 51, 53, 55

- Obligationer 23, 73, 91
- Obligationsemission 22
- Odd lot-poster 95
- OI-listan 83
- Omsättningsskatt 64, 97, 131
- Optioner 22 f, 45, 74, 91, 92, 95, 132
- Optionslån 73 f
- Optionsrätt till nyteckning 73

- Osystematisk risk 22
- OTC (Over The Counter) 20, 67 f, 70–73, 88
- Paretoeffektivitet 26
- Participating debentures 53, 55
- Pensionsförsäkring 20
- Placeringsregler 35
- Portfölj 28 f, 62, 74, 91, 95
- Power 29
- Premieobligation 62
- Price earnings 88
- Primärmarknad 65
- Prioriterade obligationer 64
- Prisnotering 20, 23, 25, 28
- Private placements 72 f
- Prognoser 26, 34, 35
- Projektion 88
- Random walk 25 f
- Realisationsförlust 74
- Realisationsvinstskatt 62
- Realkapitalinvestering 20
- Realtidsinformation 98
- Reuters 69, 94
- Riktad emission 50, 55, 65, 67
- Riskkapital 9, 20, 22, 57 f, 60, 63, 65, 68, 70, 72, 76, 105
- Räntabilitet 75
- Räntereglering 53
- Rösträttsmajoritet 33
- Sammansatta (joint) test 27 f
- SAX-systemet (Stockholm Automated Exchange) 97–99, 130 f
- Sekundärmarknad 34, 65 (se även Andrahandshandel)
- Självfinansiering 60
- Skattefondsparande 61, 80
- Skuldebrev 50, 66
- Soliditet 75 f
- Spekulation 40, 43
- Spekulationsbubblor 31, 36
- Spekulationsvågor 30 f
- Starkströmstelefon 58
- Statsobligationer 64
- Switchvaluta 64
- Systematiska vinster 35
- Takeover 103
- Teckningsoptioner 73 f
- Teckningsrätt 50
- Teknisk analys 25, 95
- Terminer 22 f, 40, 43, 45, 74, 91, 95
- Transaktionskostnad 23, 28, 64, 131
- Trustkommittén 43
- Tvåvägskurser 98
- Udda poster 86
- Upplåning 49
- Utlandsemission 60, 65–67
- Utländska placerare 62 f, 76, 131
- Valutarestriktioner 64
- Venture capital-bolag 72
- Vinstpotential 33
- Volatilitetstest 30
- Väntelistan 70 f
- Värdepapperscentralen (VPC) 45, 93, 112, 113, 131
- Värdepappershandel 40, 43, 131
- Värdepappersmarknadskommittén 70, 93, 131
- Överkurs 50
- Överreaktion 31

Om författarna

Althaimer, Hans, född 1961, fil.kand. i Uppsala, 1986 med ekonomisk-historisk inriktning. Därefter knuten till ett forskningsprojekt om industrifinansiering och strukturuomvandling vid ekonomisk historiska institutionen, Uppsala universitet, fram till våren 1988.

Boman, Ragnar, civilekonom, född 1946. 1971–1985 skribent och utredare i aktiemarknadsfrågor, bl.a. på Affärsvärlden och Dagens Nyheter, 1984–1985 suppleant i börsstyrelsen, 1985–1987 utredningschef på fondbörsen, 1987–1989 expert i värdepappersmarknadskommittén.

Forssell, Lars, författare, född 1928. Debuterade 1949 med diktsamlingen Ryttaren. Några av hans böcker är Narren 1952, Röster 1964, och De Rika 1976. Han har också översatt lyrik, skrivit essäer, filmmanus och slagertexter. 1971 invaldes han i Svenska akademien.

Hallvarsson, Mats, född 1946, utrikesredaktör på Affärsvärlden, har i 20 år på nära håll följt aktiemarknaden och Stockholmsbörsen som ekonomisk journalist på Svenska Dagbladet, Veckans Affärer och Affärsvärlden. Han är författare till flera böcker om svensk industriell utveckling i ett historiskt perspektiv, samt har i olika omgångar arbetat som korrespondent i London, Bryssel och New York.

Isaksson, Anders, född 1943, arbetat på Piteåtidningen, Aftonbladet, Dagens Nyheter, Sveriges Radio och Veckans Affärer. Sedan 1984 frilansjournalist. Han har publicerat boken "Vägen till Folkhemmet", en biografi över Per Albin Hansson.

Rydén, Bengt, börschef i Stockholm, född 1936, ordförande i SNS konjunkturråd 1974–1983, VD i SNS 1974–1984. Han har publicerat ett flertal böcker bland vilka kan nämnas "Makt och vanmakt" 1983 och "Ekonomisk politik i förvandling" 1985.

Sundqvist, Sven-Ivan, född 1939, ekonomie licentiat från Handelshögskolan i Stockholm, börscommentator på Dagens Nyheter och chef för dess ekonomiredaktion. 1985–1988 har han årligen publicerat uppslagsverket "Ågarna och Makten i Sveriges Börsföretag". 1987 utgav han "Refaat och Fermenta, Dramat och Aktörerna".

Urwitz, Gabriel, född 1949, Ph. D., Carnegie Mellon University, VD i Proventus AB, adjungerad professor i finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm.

Viotti, Staffan, född 1944, docent i nationalekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm. Han är författare till bl.a. "Kreditmarknadens spelregler", 1987.

Den svenska riskkapitalmarknaden är inne i en period av stark omvandling. Teknisk utveckling, finansiella innovationer och internationalisering präglar förändringarna. Genom marknadens breddning och ökade ekonomiska betydelse har allmänheten på ett helt annat sätt än tidigare blivit berörd. Men de snabba förändringarna på marknaderna för riskkapital kan vara svåra att följa och förstå.

Boken ger på ett lättillgängligt sätt kunskaper om riskkapitalmarknaderna och därmed förståelse för deras framväxt, innebörd och effekter. De olika marknadernas funktionssätt och företagens finansiering med riskvilligt kapital står i fokus för boken.

STOCKHOLMS FONDBÖRS vänder sig till den aktieintresserade allmänheten och alla som i sitt arbete kommer i kontakt med aktiemarknaden. Boken är också avsedd som bredvidläsning för dem som studerar finansiell ekonomi.