ÄGANDE OCH INFLYTANDE I SVENSKT NÄRINGSLIV

BILAGA 2–3

Ägarkonkurrens och effektivitet

Ur KB:s samlingar
Digitaliserad år 2015

KUNGL. BIBLIOTEKET
National Library of Sweden

SOU 1988:38

Två expertrapporter från ägarutredningen

ÄGANDE OCH INFLYTANDE I SVENSKT NÄRINGSLIV

BILAGA 2–3

Ägarkonkurrens och effektivitet

Tjugofemprocentsregelns betydelse för det ökade institutionella ägandet

SOU 1988:38

Två expertrapporter från ägarutredningen

Ref

Statens offentliga utredningar
1988:38
Industridepartementet

Ägande och inflytande i svenskt näringsliv

Bilaga 2–3

Ägarkonkurrens och effektivitet
av *Kristian Rydqvist*

Tjugofemprocentsregelns betydelse för det ökade institutionella ägandet
av *Kristian Rydqvist*

Två expertrapporter från ägarutredningen

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

Allmänna Förlagets bokhandel:
Informationsbokhandeln
Malmtorgsgatan 5, Stockholm

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

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

Graphic Systems AB, Stockholm 1988

ISBN 91-38-10191-2
ISSN 0375-250X

Ägarutredningens förord

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

Stockholm i oktober 1988

Lennart Pettersson
ordförande

Rolf Skog
sekreterare

Innehåll

Bilaga 2 Ägarkonkurrens och effektivitet 7

Bilaga 3 Tjugofemprocentsregelns betydelse för det ökade institutionella ägandet 57

Bilaga 2

Ägarkonkurrens och effektivitet

av *Kristian Rydqvist*

Innehåll

1. Inledning 11

1. *Modellanalys av ägarkonkurrens och effektivitet* 12
   1.1 Begreppet kontroll 13
   1.2 Begreppet effektivitet 16
   1.3 Arrows omöjlighetsteorem 17
   1.4 Jämviktsanalys 18
   1.5 Ägarkonkurrens 21
   1.6 Fördelning av rösterna 22
   1.7 Informationskostnader och incitamentsproblem 24
   1.8 Agentproblem 25
   1.9 Separation av ägande och kontroll 26
   1.10 Problem angränsande mot organisationsteori 27
   1.11 Sammanfattning av slutsatser 28

2. *Metodbeskrivning* 30
   2.1 Testbara hypoteser 30
   2.2 Metodproblem 31

3. *Empirisk forskning* 33
   3.1 Köp av hela företag 33
   3.2 Köp av mindre än samtliga aktier 35
   3.3 Konkurrenspåverkande åtgärder 37
   3.4 Sammanfattning 40

4. *Maktkamper i Sverige* 41
   4.1 Urval 41
   4.2 Resultat 42
   4.3 Analys av resultaten 50

5. *Slutord* 51

Appendix 52

Referenser 54

Den svenska ägarmarknaden kännetecknas under 1980-talet av en dramatiskt ökad konkurrens om kontroll. Kontrollrelaterade händelser som företagsköp, transaktioner av stora aktieblock, maktkamper och corneraffärer har blivit vanliga (Rydqvist, 1986). Aktivitetshöjningen på kontrollmarknaden återspeglas också i en ökad användning av konkurrensbegränsande åtgärder som röstvärdesdifferentiering och korsägande.

Konkurrenshöjningen föranleder frågor rörande, dels orsakerna till den ökade aktiviteten på kontrollmarknaden, dels konkurrenshöjningens inverkan på näringslivets effektivitet. Orsakerna kan bl.a. spåras till det monopol på ägande som rådde under Marcus Wallenberg och som bröts upp vid hans död. Ett tjugotal nya aktörer som blivit rika bl.a. på den kraftiga börsuppgången i början på 1980-talet, agerar därefter på marknaden för företagskontroll.

En närmare orsaksanalys till förändringen på den svenska kontrollmarknaden finns ännu inte. Denna uppsats handlar i stället om konkurrensens inverkan på näringslivets effektivitet. Syftet är att precisera problemställningen, dvs. att identifiera kritiska faktorer och svårigheter vid en utvärdering av ägarkonkurrensens inverkan på näringslivets effektivitet. Metoden är att använda kapitalmarknadsteoretisk modellanalys. Framställningen berikas av en genomgång av empirisk forskning om ägarkonkurrens, samt av en begränsad empirisk undersökning av maktkamper i Sverige under 1980-talet. Avgränsningar framgår av respektive kapitel.

1. Modellanalys av ägarkonkurrens och effektivitet

Modellanalysen är uppbyggd kring följande antaganden:

- aktieägarna är företagets enda residualtagare
- aktieägarna maximerar förväntad nytta av den enda varan, pengar
- det råder perfekt konkurrens (inga skatter, inga transaktionskostnader, blankning tillåten)
- statisk två-periodsanalys, dvs. aktieägarnas preferenser, förväntningar och budget är exogent givna

Utöver dessa allmänna antaganden tillkommer specifika antaganden kring olika moment. I de första sex avsnitten antages generellt att

- det är kostnadsfritt att rösta på bolagsstämman och aktieägarnas information är exogent given.

Detta antagande medför att alla aktieägare deltar på bolagsstämman i varje omröstning, därför att det är rationellt att använda sin information till att påverka företagets beslut, när röstande inte kostar något. Det antagandet släpps i avsnitt 1.7 då det kostar att samla information, vilket medför att de flesta aktieägarna inte deltar direkt i omröstningar. Det leder in på flera problem som separation av ägande och kontroll, agent- samt free rider-problematik.

Modellanalysen avslutas med att peka ut var man kan föra in en självständig företagsledning i analysen. Det sätter gränsen mot organisationsteori, som inte alls behandlas här trots att det är relevant för frågan om ägarkonkurrens och effektivitet.

1.1 Begreppet kontroll

Kontroll kan definieras som rätten att fatta företagets beslut. Det omfattar allt från val av produktionsfunktion till utdelnings- och finansieringspolitik. Produktionsfunktionen är en sammanfattande benämning på samtliga beslut som krävs för att omvandla en input till en output, bl.a. val av produkter, insatsvaror, expansionstakt och marknadsföringsbudget.

Rätten att fatta företagets beslut tillkommer aktieägarna,vilka har röster anknutna till aktierna. Det antages att samtliga aktieägare röstar om varje beslut. Företagets beslut sammanfattas med benämningen produktionsbeslut eller val av produktionsplan.

Produktionsbeslut är kollektiva, därför att många aktieägare måste samsas om en enda produktionsplan. Ett företag kan inte ha två simultana produktionsplaner, givet att det inte är kostnadsfritt att sätta upp ett nytt företag med den alternativa produktionsplanen (då är kontroll ett privat beslut). Det är ett svagt antagande. I allmänhet är det mycket billigare att genomföra en kostnadsbesparing i ett befintligt företag i stället för att sätta upp ett nytt, likadant företag som bara skiljer sig i att kostnadsbesparingen är genomförd i det nya företaget.

Kontroll har ett ekonomiskt värde endast om det råder oenighet om produktionsbesluten. Diamond (1967), Baron (1979) m.fl. har undersökt under vilka förhållanden som aktieägarna är eniga. Analysen utgår från att aktieägarna är eniga om utdelnings- och finansieringspolitik, och alla aktieägare har samma uppfattning om hur företaget producerar mest effektivt. Då återstår ett enda produktionsbeslut att rösta om, nämligen val av produktionsnivå.

De nämnda författarna visar att trots att enhällighet har antagits om alla väsentliga beslut, kommer det att råda oenighet om valet av produktionsnivå. För fullständig enighet krävs att inget företag kan påverka riskallokeringen på aktiemarknaden genom att ändra

produktionsnivån (antagande om "marginal spanning"). Om även detta stränga antagande uppfylls gäller att

- det råder enhällighet om alla produktionsbeslut,
- företagets målsättning är att maximera aktiepriset (värdemaximering),
- produktionsbesluten kan delegeras till en företagsledning, medan aktieägarna uteslutande behöver ägna sig åt sitt portföljval (Fischers separationsteorem),
- kontroll har inget ekonomiskt värde, vilket bl.a. medför att ingen aktieägare håller kontrollblock, maktkamper existerar inte, det finns ingen prisskillnad mellan A- och B-aktier, röstvärdesdifferentiering och korsägande förekommer inte.

Detta är det enda fall, då man kan vara säker på att enhällighet alltid råder bland heterogena individer. Om individerna är identiska i alla avseenden råder givetvis enhällighet, men det är ett ekonomiskt ointressant fall. Modellanalysen visar att så fort som något av de stränga antagandena inte håller, kommer det att finnas konflikter, vilket gör kontroll till ett ekonomiskt problem. Det är därför inte förvånande att det existerar maktkamper eller att vissa aktieägare håller stora kontrollblock. Det är närmast en utopi att det inte skulle finnas konflikter om produktionsbesluten i ett företag.

Det är viktigt att notera att företagets mål är värdemaximering endast om det råder enhällighet. Annars är företagets mål inte definierat utan måste relateras till varje enskild aktieägare. Det är därför inte korrekt att använda termen värdemaximering då man analyserar kontroll, som ju kräver konflikter för att vara ett meningsfullt problem.

Modellanalysen visar inte direkt vilka konflikter som är ekonomiskt mest betydande. Dock ter sig en konfliktgrund som viktigare än de andra. Det är konflikter om val av produktionsfunktion. Man kan

vänta sig att olika aktieägare har högst olika uppfattningar om vilka affärsmöjligheter som är de mest lönsamma, därför att beslut vanligen baseras på mycket lite och högst olika information. Det mest typiska fallet är entreprenören som ofta på ren intuition satsar på en idé som ingen annan tror på (annars hade någon annan provat affärsmöjligheten tidigare). Entreprenören håller kontrollen över sitt företag för att inte riskera att bli nedröstad i beslut, som kunde äventyra genomförandet av hans idé.

Ett exempel är Refaat el Sayed och Fermenta. Refaat såg en möjlighet att tjäna pengar på Fermenta som de tidigare aktieägarna, Astra, inte såg eller inte trodde på. Det var nödvändigt för Refaat att få kontroll över Fermenta för att inte bli nedröstad i alla de beslut som sedan visade sig leda till mycket stora vinster. Om Astra hade trott på dessa möjliga vinster, hade Astra genomfört idén utan att dela med sig till Refaat. Nu trodde inte Astra på Fermentas lönsamhet och sålde därför företaget till Refaat, som utnyttjade sin kontrollrätt och realiserade sin idé.

Exemplet Fermenta är dramatiskt, men illustrerar tydligt att olika uppfattningar om vilka affärsmöjligheter företaget skall satsa på är en ekonomiskt mycket betydande orsak till konflikter. När man betraktar fall som Fermenta är det inte alls svårt att förstå hur aktieägare kan spendera åtskilliga miljoner i en maktkamp för att få genomdriva sina idéer om hur företaget skall tjäna mest pengar. Det är därför förståeligt att man håller kontrollblock för att slippa maktkamper. Kontrollblocket är en garanti för att kunna genomdriva idéer som andra kanske inte tror på och därför motarbetar.

Sammanfattningsvis kan man säga att kontroll är ett intressant, ekonomiskt problem främst därför att aktieägarna har asymmetrisk information om hur företaget skall drivas (Rydqvist, 1986; se också Grossman och Hart, 1981, samt Ashton och Atkins, 1984).

1.2 Begreppet effektivitet

Kontroll har definierats som rätten att välja produktionsplan. En produktionsplan är effektivare än en annan produktionsplan om den rangordnas högre enligt något kriterium. Följande kriterium används ofta i ekonomisk analys (Layard och Walters,1978):

1. Pareto-kriteriet
2. Kaldor-kriteriet
3. Generellt välfärdskriterium

Pareto-kriteriet säger att en produktionsplan är effektivare än en annan, om ingen förlorar på ett byte och åtminstone en aktieägare får det bättre. Pareto-kriteriet är det vanligaste kriteriet på effektivitet i ekonomisk, teoretisk analys, därför att kriteriet inte kräver interpersonella jämförelser.

Kaldor-kriteriet brukar användas i praktisk välfärdsanalys. Kriteriet säger att en produktionsplan är effektivare än en annan om de som vinner på ett byte av produktionsplan vinner mer än förlorarna förlorar. I så fall är en potentiell Pareto-förbättring möjlig.

Låt b_i vara aktieägare i:s värdering av ett byte från en produktionsplan till en annan. Kaldor-kriteriet säger då att en produktionsplan är effektivare än en annan om $\sum_i b_i > 0$. Man kan tänka sig att en utomstående person insamlar pengar från dem som har $b_i > 0$, och med pengarna köper han fullmakter från dem som har $b_i < 0$. Personen behåller själv mellanskillnaden. Om $\sum_i b_i > 0$ kommer han att få 100 % av rösterna och kan således byta till den effektivare produktionsplanen till allas belåtenhet.

Insamling av pengar är givetvis praktiskt ogenomförbart, inte minst därför att bara individen själv känner sitt b_i och han har ingen anledning att exakt avslöja det. Därför är Kaldor-kriteriet bara ett slags potentiellt Pareto-kriterium. Kompensation till förlorarna genomförs aldrig.

Även det tredje kriteriet på effektivitet kräver interpersonella jämförelser. Olika individer får olika vikter i en social välfärdsfunktion. Låt a_i vara individ i:s vikt. Då kan en social välfärdsfunktion vara att $\Sigma a_i b_i > 0$, dvs. en produktionsplan är effektivare än en annan om den sammanvägda summan av aktieägarnas b_i är positiv. Det är lätt att inse de filosofiska svårigheterna med att bestämma vikterna a_i. (Kaldor-kriteriet är en variant med $a_i = 1/n$, i=1...n aktieägare.)

1.3 Arrows omöjlighetsteorem

Arrow (1951) ställde sig följande fråga: om man inte vill formulera en social välfärdsfunktion som kräver interpersonella jämförelser, vilket kriterium skall man då använda för att rangordna produktionsplaner? Eller vilken beslutsregel bör aktieägarna använda på bolagsstämman för att rösta fram en effektiv produktionsplan? Arrow kom fram till följande svar (Layard och Walters, 1978).

Teorem (Arrows omöjlighetsteorem)

Antag att man vill ställa följande (nödvändiga) krav på en beslutsregel.

1. En produktionsplan är effektivare än en annan, om den föredras av samtliga aktieägare (Pareto-kriteriet).

2. Jämförelsen mellan två produktionsplaner x och y, påverkas inte av någon annan produktionsplan z. (Oberoende av irrelevanta alternativ)

3. Beslutsregeln skall gälla för samtliga tänkbara preferenser.

4. Beslutsregeln skall inte följa en enskild individs preferenser, dvs. det finns ingen diktator och det råder inte enhällighet.

Det existerar inte någon beslutsregel som klarar av att uppfylla alla fyra kraven.

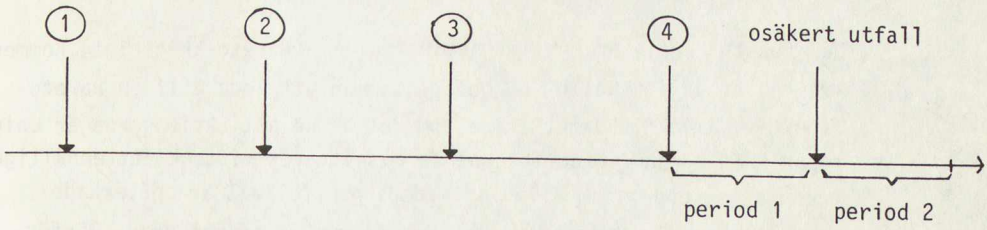
Detta är ett mycket nedslående resultat. Teoremet säger att det inte finns någon optimal rangordning av produktionsplaner som uppfyller de fyra mycket svaga kraven. Det existerar en optimal rangordning om aktieägarna är helt överens. Då väljs produktionsplanen enligt Pareto-kriteriet. Men så fort enhällighet inte råder, finns ingen optimal beslutsregel. Det innebär att man inte har någon godtagbar definition av effektivitet på kontrollmarknaden, eftersom kontroll är intressant endast om det råder oenighet (och eftersom man inte vill använda något kriterium med interpersonella jämförelser).

1.4 Jämviktsanalys

Ett grundläggande problem i ekonomisk välfärdsanalys är huruvida en jämvikt är Pareto-effektiv. Som nämnts, används Pareto-kriteriet, eftersom man då slipper interpersonella jämförelser.

En jämviktsanalys kan också tillämpas på kontrollmarknaden. Det går till så att man låter aktieägarna välja en produktionsplan för varje företag enligt någon beslutsregel. Sedan alla produktionsplaner har fixerats kan aktieägarna handla i aktier. När ingen vill handla mer är ekonomin i jämvikt. Frågan som ställs är om den jämvikten uppfyller Pareto-kriteriet.

Antag att aktieägarna är eniga om utdelnings- och finansieringspolitik, samt val av produktionsfunktion. Då återstår val av produktionsnivå. Om Pareto-kriteriet inte uppfylls för dessa, mycket stränga antaganden, vet man att Pareto-kriteriet inte håller för mera realistiska förhållanden. Ett negativt resultat under orealistiska förhållanden är ett negativt resultat även för mer realistiska förhållanden.



(1) Företagen annonserar en produktionsplan

(2) Någon föreslår en förändring i produktionsnivå

(3) Aktieägarna röstar ja eller nej för förslaget

(4) Aktieägarna köper och säljer aktier för att få en portfölj, som består av en viss mängd pengar idag och ett antal aktier med osäkert framtida värde. Aktiernas värde blir känt i period 2.

Figur 1 : En tidssekvensmodell
Källa: Rydqvist (1986)

Aktieägarnas beslut sker i två steg, se fig.1. Först röstar de om produktionsnivån i olika företag. Sedan handlar de på aktiemarknaden för att få en önskad aktieportfölj. Antag för tillfället att alla produktionsbeslut har fattats, så att bara aktiehandeln återstår. Ekonomin sägesbefinna sig i jämvikt när alla individer har handlat färdigt och håller sina önskade portföljer. Många olika jämvikter är tänkbara, men var och en av dessa är effektiv enligt Pareto-kriteriet, därför att handel sker uteslutande genom frivilliga transaktioner. Om någon skulle förlora på en transaktion, blir den aldrig av. Därför är jämvikten Pareto-effektiv.

Återgå nu till beslutssekvensen i figur 1. Först skall aktieägarna fatta ett kollektivt produktionsbeslut, och sedan fattar alla aktie-ägare privata portföljbeslut. Frågan är om den resulterande jäm-vikten är Pareto-effektiv när man inför ett kollektivt beslut i analysen. Det är värt att prova några beslutsregler.

Den första regeln är enhällighetsprincipen (Pareto-kriteriet).Kommer krav på enhälliga beslut på bolagsstämman att leda till en Pareto-effektiv jämvikt? Svaret är ja, om det är så att aktieägarna är eniga redan från början. Från föregående avsnitt vet vi dock att enhällighet garanteras, endast om alla individers portföljval är opåverkade av utfallet i omröstningen. Det är ett mycket starkt krav. Därför kan man inte vänta sig att en jämvikt är Pareto-effektiv annat än av ren slump, då enhällighetsregeln används. I själva verket får enhällighetskravet till följd att det blir närmast omöjligt att ändra företagets produktionsnivå i någon riktning. Det finns alltid någon som har motsatt uppfattning.

Den andra regeln är värdeviktade majoritetsbeslut (Kaldor-kriteriet), dvs. $\sum_i b_i > 0$. Den resulterande jämvikten är en Drèze-jämvikt (Drèze, 1974). Hart (1977) visar att mängden Drèze-jämvikter omfattar mängden Pareto-effektiva jämvikter, d.v.s. i allmänhet leder inte värdeviktade majoritetsbeslut till Pareto-effektivitet på aktiemarknaden. En variant av beslutsregeln är att kräva att $\sum_{i \in S} b_i > 0$ men för en koalition S som har mindre än 100 % av rösterna. Till exempel kan 50 % av rösterna genomdriva ett beslut om $\sum_i b_i > 0$ för aktieägarna av dessa 50 %. Resultatet blir dock att inga jämvikter blir Pareto-effektiva annat än i triviala fall (enhällighet, en individ).

Den tredje regeln är den vanliga majoritetsregeln. Den finns analyserad hos Gevers (1974). Inte oväntat finner han att jämvikten inte är Pareto-effektiv annat än då aktieägarna råkar vara eniga från början. Anledningen är att produktionsbeslutet är kollektivt, vilket nästan alltid medför att någon förlorar på en förändring eller en utebliven förändring, och så fort någon förlorar kan en jämvikt inte vara Pareto-effektiv.

Analysen visar att Pareto-effektivitet inte uppnås på kontrollmarknaden. Ingen beslutsregel kan ge Pareto-effektivitet.

1.5 Ägarkonkurrens

Den filosofiska diskussionen om valet av beslutsregel återfinns inom public choice litteraturen. Den regel som används för praktiska beslut är majoritetsregeln, som antas gälla i den fortsatta analysen. Detta avsnitt för in begreppet ägarkonkurrens som blir intressant om man tillåter handel i kontroll.

Ett kontrollköp kan definieras som en simultan förändring i portfölj och produktionsplan. Under förutsättning att kontrollen byter ägare så att produktionsplanen kan ändras, kan kontrollköpet omfatta allt från några procent av rösterna till hela företaget. Det råder perfekt ägarkonkurrens, om den koalition av aktieägare får bestämma, som högst värdesätter sitt gemensamma aktieinnehav i företaget relativt den egenvalda produktionsplanen. Det råder begränsad ägarkonkurrens, om en koalition av aktieägare får bestämma trots att en annan koalition högre värderar sitt gemensamma aktieinnehav om de kan ändra produktionsplanen.

Drèze (1974) och Hart (1977) studerar jämvikter med kontrollköp under ägarkonkurrens. Hart (1977) visar att kontrollköp eliminerar vissa ineffektiva jämvikter men den resulterande kontrollköpsjämvikten är givetvis inte Pareto-effektiv annat än av ren slump. Endast vid enhällighet kommer alla kontrollköpsjämvikter att vara Pareto-effektiva, men då fyller kontrollköp inte heller någon funktion. Således är kontrollköp oförenliga med Pareto-effektivitet liksom alla andra kontrollrelaterade fenomen. Det viktiga är dock att vissa ineffektiva jämvikter elimineras. Det implicerar att kontrollköp förbättrar resursallokeringen om dock inte ända fram till en optimal resursallokering. Det är ett teoretiskt stöd för att ägarkonkurrens är önskvärt framför mindre konkurrens.

Intuitionen i detta argument för ägarkonkurrens är lätt att förstå. Värden skapas alltid av frivillig handel. Det gäller också för handel i kontroll. En transaktion av kontroll är Pareto-sanktionerad därför att den är frivillig för båda parter. Det är sedan en annan sak att andra aktieägare, som inte deltar i transaktionen, förlorar på bytet av produktionsplan. Det går ej att avgöra om förlusterna

för dem som förlorar är större än vinsterna för dem som vinner, men transaktionen av kontroll medför garanterade värdestegringar för dem som deltar i kontrollköpet. Det argumentet återfinns hos Manne (1964).

1.6 Fördelning av rösterna

Analysen av ägarkonkurrens och val av beslutsregel kan föras vidare genom att fråga hur rösterna skall fördelas bland aktieägarna. Man kan tänka sig olika lösningar utefter en skala från principen en aktie - en röst, via olika grader av röstvärdesdifferentiering till helt separata röstmarknader, där röster och aktier är åtskilda. De två ändpunkterna på skalan motsvarar följande beslutsregler:

1. Principen en aktie - en röst. Den koalition av aktieägare får bestämma som är villig att betala mest för kontrollen och som samtidigt bär en stor del av risken (dock mindre än proportionellt mot maktinnehavet på grund av regeln enkel majoritet).

2. Separata röstmarknader. Den koalition av aktieägare får bestämma som är villig att betala mest för kontrollen men utan att avkrävas risktagande (utöver risken för kontrollinnehavets värde).

I båda fallen löser man konflikter om produktionsbeslut genom att låta den aktieägare bestämma som är villig att betala mest för att få genomdriva sin produktionsplan. Skillnaden mellan kriterierna är att i det ena fallet måste man bära risk som kan bli för stor, medan i det andra fallet kan man bära så mycket risk man själv vill.

Det finns en tydlig trade-off mellan värdet av att realisera sin speciella uppfattning om hur företaget skall drivas och kostnaden av att bära risken för produktionsplanen. När ett företag blir mycket stort, tar riskkostnaden överhanden så att kontrollblocket måste minskas. Riktigt stora företag får spritt ägande, därför att riskkostnaden blir för stor även för låga procentandelar av företaget. Då uppstår vad man kallar för separation av ägande och kontroll.

Vad händer om man inför separata röstmarknader? Man kan vänta sig mycket begränsad rösthandel. När man inte avkrävs att bära risken, kommer kontroll att kosta relativt lite. Däremot erhålls hela värdet av en kontrollposition. Det implicerar att en aktieägare kommer att hålla 50 % + 1 röst i företaget samtidigt som han håller sin optimala kapitalandel utan ofrivillig riskkostnad. Kontrollen kommer endast att säljas då det finns någon annan som högre värderar summan av värdet av röstblocket och kapitalandelen. Det innebär att röstblocket alltid kommer att ligga på en hand, och det kommer att omsättas mycket sällan.

Situationen med helt separata röstmarknader implicerar således minimal ägarkonkurrens. Den enda konkurrensen råder om vem som skall hålla majoritetsblocket, men den är begränsad därför att det kostar så lite att hålla majoritetsblocket. I andra ändan med maximal ägarkonkurrens befinner sig företaget utan röstvärdesdifferentiering. Där är det som svårast att undvika ofrivilligt risktagande för att få kontrollrätten. Om företaget är litet kommer 50 % av rösterna och kapitalet att hamna på en hand. Om företaget är stort blir riskkostnaden för stor t.o.m. för den som värderar kontrollen mest.

Således kan man karakterisera de två röstfördelningarna med olika nivåer av konkurrens om kontroll. Separata röstmarknader minimerar konkurrens (utan att eliminera den) och principen en aktie - en röst maximerar konkurrens (utan att implicera perfekt konkurrens).

Detta knyter ihop begreppen ägarkonkurrens och effektivitet. Det problem som skall lösas är valet mellan två (suboptimala) beslutsregler och olika gradskillnader däremellan. Hög ägarkonkurrens möjliggör att konflikter löses med maktkamper vid sidan av direkta kontrollblockstransaktioner. Vid låg ägarkonkurrens löses alla konflikter med kontrollblockstransaktioner. Den som besitter kontrollblocket kan alltid välja mellan sin egen produktionsplan och att sälja kontroll. Vid hög ägarkonkurrens finns alltid maktkampen som alternativ till kontrollblockstransaktionen. Problemet ägarkonkurrens och effektivitet är således en fråga huruvida maktkamper är önskvärda.

1.7 Informationskostnader och incitamentsproblem

Hittills har det varit kostnadsfritt att rösta så att alla aktieägare har deltagit på bolagsstämman. I verkligheten kostar det mycket att delta i omröstningar, särskilt kostnaden att samla och bearbeta information. Det noteras av Olson (1965) som ställer sig frågan varför någon frivilligt skall lägga ner tid på att samla information om han äger mindre än 100 %. Alla andra aktieägare kan lugnt titta på och njuta frukterna av andras arbete utan att själva anstränga sig. Borde inte alla aktieägare bli free riders och överlåta kontrollen till en professionell företagsledning?

Verkligheten visar att de flesta aktieägarna varken samlar information eller deltar i omröstningarna. Däremot finns det vanligen några stora aktieägare som inte bara tar på sig jobbet att samla information, utan de till och med betalar en kontrollpremie för att få jobbet. Det står stick i stäv med Olsons (1965) argument.

Förklaringen är uppenbar: den som överlåter bestämmandet åt någon annan får finna sig i att det kan fattas beslut som är till hans nackdel, eller att bra beslut aldrig fattas. Kontrollpremien kan tolkas som det pris någon betalar för att garantera sig att företaget drivs effektivt enligt dennes uppfattning. Kontrollpremien kan ur den lilla aktieägarens synvinkel betraktas som en riskpremie för att företaget inte drivs helt effektivt ur dennes synvinkel. I en värld där oenighet råder och kontroll har ett värde finns inga free riders utan det har ett pris att delegera beslutsfattandet till andra. Det priset är kontrollpremien.

Uppenbart är informationssamling så dyrt att de flesta aktieägarna föredrar att delegera beslutsfattandet trots oenighet. Följande tre krav kan anses som nödvändiga för att någon aktieägare skall påta sig jobbet och samla information:

1. Denne har en avvikande uppfattning om hur företaget skall skötas. Om man tycker som andra, är det bättre att vara free rider och överlåta ansvaret.

2. Aktieinnehavet i företaget utgör en väsentlig del av den egna aktieportföljen. Om innehavet är en liten del i en väldiversifierad portfölj, blir effekten av såväl framgångsrik som misslyckad skötsel liten på värdet av portföljen.

3. Denne bär en stor andel av rösterna, så att han har möjlighet att genomdriva sina idéer utan att stoppas av andra.

Om dessa tre krav är uppfyllda samtidigt, finns incitament att ta kostnaden av att samla information och driva företaget efter egna idéer. Särskilt den andra punkten har ägnats stor uppmärksamhet i litteraturen, nämligen att makt skall åtföljas av personligt risktagande. Det ligger bakom det generella förbudet mot separation av aktie och röst (Roos, 1969), som utgör en försäkring att ingen annan än aktieägarna som företagets residualtagare skall kunna komma över kontrollen (Easterbrook och Fischel, 1983). Det är ett starkt argument för principen en aktie - en röst och att således ägarkonkurrens är önskvärd (se Alchian och Demsetz, 1972, Roos, 1969, Rodhe, 1978, m.fl.).

Det ligger något mycket starkt i denna tanke att den som är beredd att satsa mest på sin idé om hur företaget skall drivas också har den bästa informationen. Därför är det möjligt att kopplingen mellan incitament och risktagande är ekonomiskt mycket betydelsefull. Det är i så fall mycket svårt att empiriskt utvärdera värdet av att ha mer ägarkonkurrens framför mindre, ty ett test kräver existensen av två världar, en med och en utan ägarkonkurrens.

1.8 Agentproblem

När beslutsfattandet delegeras till någon aktieägare med mindre än 100 % av aktierna, kan det uppstå incitament att medvetet fatta beslut som sänker företagets värde (Jensen och Meckling, 1976). Det förklaras av möjligheten att skaffa sig förmåner inom företaget som betalas av samtliga aktieägare, men som åtnjuts till fullo av kontrollaktieägaren.

Det är viktigt att betona skillnaden mellan agentproblem och det tidigare anförda problemet asymmetrisk information. Agentproblemet innebär att aktieägarna har olika mål därför att det finns kontraktskostnader (det kostar att skriva och genomdriva perfekta kontrakt). Alla aktieägarna är medvetna om att vissa beslut sänker företagets värde. Däremot asymmetrisk information innebär att aktieägarna har olika mål därför att de har olika uppfattningar om hur företagets värde skall maximeras.

Ägarkonkurrens kan fylla en funktion i samband med agentproblem. Om agentkostnaderna blir för stora, kan det löna sig för någon aktieägare att skaffa sig kontrollen över företaget och reducera agentkostnaderna (se t.ex. Jensen och Ruback, 1983). En förutsättning för detta är att den nye kontrollaktieägaren vinner mer på värdehöjningen på aktierna än förlusten på reducerad konsumtion i företaget, vilket kräver annorlunda preferenser än den tidigare kontrollaktieägaren. En jämviktsnivå på agentkostnaderna bör etableras automatiskt.

1.9 Separation av ägande och kontroll

Ägarkonkurrens implicerar inte ensidigt att incitamentet att samla information ökar. Om ett företag är så stort att ingen kan hålla stora röstandelar, bryts det tredje villkoret i listan på föregående sida. Röstvärdesdifferentiering kan då möjliggöra att kontrollblock skapas så att någon aktieägare kan ta på sig arbetet att samla information och driva företaget effektivt. Krav på principen en aktie - en röst kan leda till att ägande och kontroll separeras och att företaget får en självständig företagsledning utan eget aktieinnehav (frånsett pilotinnehav).

Mycket av kontrollitteraturen handlar om effekterna av eventuell separation. Man frågar sig om en företagsledning utan aktier har samma incitament att samla information som en aktieägare med kontrollblock (Berle och Means, 1932). Flera konkurrensmekanismer brukar anföras som incitamentsskapande. Dessa mekanismer kan också reducera betydelsen av det agentproblem som uppstår mellan

aktieägarna och den fristående företagsledningen. Fama (1980) nämner konkurrensen på marknaden för företagsledare. Även konkurrensen på produktmarknaderna skapar incitament. Det viktigaste argumentet i detta sammanhang finns dock hos Manne (1965). Kontrollmarknaden ser till att inget företag drivs ineffektivt, ty ineffektivt skötta företag blir föremål för uppköp via aktiemarknaden. Det är ytterligare ett stöd för ägarkonkurrens, som kan skapa incitament för en fristående företagsledning utan eget aktieinnehav. (Ägarkonkurrens skapar inte incitament i sig för en kontrollaktieägare, utan hans incitament kommer från det personliga risktagandet.)

1.10 Problem angränsande mot organisationsteori

Tanken att en hög börskurs är bästa försvar mot en takeover används ibland som argument mot ägarkonkurrens. Hotet från kontrollmarknaden stimulerar den fristående företagsledningen att satsa på kortsiktigt lönsamma projekt och undertrycka investeringar som först på lång sikt är lönsamma (Dann och DeAngelo, 1983). En analogi kan göras med Riksdagen. Det hävdas ibland att en treårig mandatperiod är för kort tid för att genomföra sådant som på lång sikt är bra för landet, men som på kort sikt kostar mycket.

Kortsiktighetshypotesen bygger på att aktiemarknaden inte är rationell. Kortsiktiga vinster övervärderas medan långsikta vinster nedvärderas. Det är en irrationalitet som är svår att tro på, därför att arbitrage bör rätta till aktiekurserna. Genom att räkna rätt kan man investera i företag med långsiktiga projekt och tjäna pengar, eftersom dessa företag är undervärderade, och motsatsen för företag med kortsiktiga projekt. Det står öppet för alla att uppträda rationellt, varför det är svårt att tro på kortsiktighetshypotesen på en normalt fungerande aktiemarknad (Jarrel et al, 1985; se också Jensen, 1986).

Ett annat argument mot ägarkonkurrens är att hotet från kontrollmarknaden har en störande inverkan. Tid och resurser ägnas till försvar. Stor osäkerhet råder i företagsledningen när det är oroligt på ägarsidan (Wallander, 1986). Det kan därför vara värt att ägna resurser åt att skapa stabilitet, så att företagsledningen får nödvändig arbetsro.

Detta sista problem leder in på organisationer och hur människor fungerar tillsammans. Samband mellan ägarkonkurrens och organisationers funktion kan vara av betydelse för frågan om ägarkonkurrens och effektivitet. Det ligger dock utanför denna uppsats räckvidd att belysa dessa problem.

1.11 Sammanfattning av slutsatser

Kontroll är ett kollektivt beslutsproblem. Det finns ingen optimal regel som kan rangordna produktionsplaner i effektivitetsordning. Det kollektiva beslutet har nästan alltid vinnare såväl som förlorare. Vinnarna får högre avkastning på sina aktier och förlorarna får lägre avkastning. Det stimulerar till handel i kontroll och konkurrens om rätten att välja produktionsplan. Handel i kontroll leder till vinster för de parter som deltar i transaktionen, även om andra aktieägare kan tänkas förlora på ett byte av produktionsplan.

Handeln i kontroll och därmed ägarkonkurrensen är större om rösterna fördelas enligt principen en aktie - en röst i stället för helt separata röstmarknader. Graden av ägarkonkurrens är således knuten till graden av risktagande i företaget. Högt individuellt risktagande skapar incitament att samla information och driva företaget effektivt.

Risktagandet kan bli så stort att ingen aktieägare är villig att hålla ett kontrollblock. Då övergår kontrollen till en fristående företagsledning. Ägarkonkurrens kan skapa incitament för företagsledningen att driva företaget absolut effektivt. Ägarkonkurrens kan också tänkas störa företagsledningen i sitt arbete så att företaget inte drivs effektivt.

Argument för ägarkonkurrens är således

- handel i kontroll skapar värden för dem som deltar i transaktionen
- individuellt risktagande skapar incitament att samla information

Argumenten mot ägarkonkurrens är

- risktagandet kan bli så stort att separation av ägande och kontroll uppstår vilket är till nackdel om en fristående företagsledning inte har samma incitament som en kontrollaktieägare att samla information; ägarkonkurrens kan dock skapa incitament

- företagsledningen och organisationen störs av ägarkonkurrens så att företaget drivs mindre effektivt.

2. Metodbeskrivning

Syftet med detta avsnitt är att prestentera den metod som ofta används i empiriska studier av aktiemarknaden och dess effektivitet. Metoden kallas på svenska för residualanalysmetoden. Tanken är att aktiemarknaden omedelbart och perfekt kan värdera lönsamheten hos t ex ett kontrollköp. Aktiekursen reagerar omedelbart på informationen om ett kontrollköp och aktiepriset anpassas till det nya värdet på aktien utan eftersläpning i tiden. Om anpassning skulle ske gradvis, vore det möjligt att tjäna riskfria pengar på att räkna snabbare än andra aktörer på aktiemarknaden. Emellertid finns det ett stort antal professionella analytiker på aktiemarknaden vilka hela tiden räknar snabbare och bättre än andra och varandra. Dessa tillser därför att kursanpassningen sker omedelbart till ny information och aktiemarknadens reaktion på information om ett kontrollköp blir ett meningsfullt mått på kontrollköpets lönsamhet.

Kapitlets struktur är att först formulera testbara hypoteser om ägarkonkurrens och sedan att diskutera metodsvårigheter. Kapitlet är en förberedelse till genomgången av tidigare empirisk forskning samt till den empiriska studien i denna uppsats. Samma metodologi används genomgående.

2.1 Testbara hypoteser

Ett stort antal tidigare studier av kontrollmarknaden handlar om köp av hela företag. De undersöker hur aktiekurserna reagerar på nyheten att ett företag har lagt ett bud på ett annat. Om marknaden är effektiv i den meningen att aktiekursen återspeglar all tillgänglig information om aktiens värde, kan premien i ett bud tolkas som värdet av att förändra företagets produktionsplan på något sätt (Shubik, 1986). Premien kan återspegla förhöjd effektivitet, synergieffekter, skatteeffekter, mm (se Roll, 1986). Oavsett källan så har kontrolltransaktionen skapat värden och slutsatsen blir i så fall att ägarkonkurrens är bra.

Ett alternativ till att studera förändringar i företagets produktionsplan är att se vilken betydelse det har att ägarnas strategiska positioner förändras mot exempelvis en stabilare ägarstruktur. Det kan vara händelser som förändrar ägarnas relativa röstandelar typ "greenmail", introduktion

eller upplösning av korsägande, uppflaggning av en ny storägare, att en part drar sig ur en maktkamp och säljer sitt block, o dyl. Det kan också vara händelser som inte påverkar ägarnas röstandelar men som ändå påverkar sannolikheten för en maktkamp eller ett kontrollköp. Till den kategorin hör införandet av olika sorters klausuler i bolagsordningen, s k hajpulver. Gemensamt för alla dessa händelser är att produktionsplanen förblir oförändrad men att stabiliteten i ägarstrukturen, dvs. sannolikheten för en maktkamp eller kontrollköp påverkas.

2.2 Metodproblem

Residualanalysmetoden har ett flertal, stora brister, men är trots det att föredra framför andra metoder. Det medför dock kraftiga begränsningar för hur man kan tolka resultaten.

En grundförutsättning är att marknaden är absolut effektiv. Ny information inbyggs omedelbart och perfekt i aktiekurserna. Ett mycket stort antal studier av olika slag stöder den förutsättningen, åtminstone i genomsnitt för ett stort antal aktier (Copeland och Weston, 1983).

En svårighet med metoden är att identifiera den exakta tidpunkten då information når aktiemarknaden. Åtskilliga studier visar att aktiekurserna börjar anpassa sig till den nya informationen långt innan den släpps, exempelvis vid bokslutsmeddelanden. Antingen läcker information ut från insiders i förtid eller så gissar sig aktiemarknaden till informationsinnehållet. Det medför att man måste mäta kursreaktionerna över ett tidsintervall om man vill fånga in hela effekten. Det medför i sin tur ytterligare mätproblem.

Ett av dessa är att aktiekursen påverkas av annan information än den man vill studera. Den informationen kan indelas i två kategorier: marknadsinformation och företagsspecifik information.

Det finns ett flertal metoder att ta hänsyn till marknadsinformation. Några av dessa är beskrivna i appendix. Grundtanken är att på något sätt justera aktiekursens rörelse för en förändring i marknadsindex. Den enklaste metoden är att ta differensen mellan aktiens avkastning och avkastningen på marknadsindex. Den metoden kommer att användas i kapitel 4.

Utöver detta problem med marknadsinformation återstår annan företagsspecifik information än den man avser studera. Det medför att metoden inte kan användas tillförlitligt över långa tidsintervall om man inte har mycket stora urval. Mycket störande information hinner anlända under mätintervallet.

Särskilt besvärligt är det om annan företagsspecifik information släpps samtidigt med den information man vill undersöka. Ett exempel kan vara slutet på en maktkamp som kan betyda både ökad stabilitet och en förändring i produktionsplanen på en gång. Det går då inte att särskilja effekterna från de två nyheterna.

Alla dessa metodproblem skapar grova mätfel. Slutresultatet av en mätning kan ändå bli i genomsnitt ett positivt eller negativt resultat uttryckt som procentuell kursförändring. Det finns åtminstone tre invändningar mot att använda det erhållna resultatet som ett kvantitativt mått på värdet av informationen. För det första avser måttet en förändring i aktieägarnas förmögenhet, medan ett kontrollköp mycket väl kan påverka även anställda m fl. Aktieägarna är inte de enda residualtagarna utan även andra intressenter i företag bär viss risk. För det andra kan man inte mäta hur ägarkonkurrens påverkar incitamenten att driva företaget effektivt. För att mäta det krävs två olika världar, en med och en utan ägarkonkurrens. För det tredje avspeglar kursförändringen endast netto mot förväntan. Om ett bud på företaget väntas med hög sannolikhet, sker en mycket liten kursreaktion när köpet annonseras.

Trots alla dessa betänkligheter vilka tydligare kommer att illustreras i det följande används residualanalysmetoden flitigt för att dra slutsatser om ägarkonkurrens. Det är dock viktigt att då beakta metodens svagheter.

3. Empirisk forskning

Detta avsnitt är en genomgång av tidigare empirisk forskning kring ägarkonkurrens och effektivitet. Genomgången upptar i tur och ordning studier kring händelser som medför förändring i produktionsplanen och händelser som påverkar stabiliteten i ägarstrukturen.

3.1 Köp av hela företag

Det finns ett stort antal studier kring händelsen bud på hela företag. Jensen och Ruback (1983) sammanfattar flertalet viktiga amerikanska studier av fusionsvinster vid köp av hela företag. Det är nästan alltid så att aktieägarna i det köpta företaget erbjuds ett pris 20-30 % över börskurs så att dessa de facto gör en vinst. Effekten på aktieägarna i det köpande bolaget är däremot högst osäker. Vissa författare finner att inga vinster görs, medan andra finner positiva kursreaktioner eller t.o.m. negativa effekter. Jensen och Ruback (1983) sammanfattar resultaten som att aktieägarna i det köpande bolaget i vart fall inte förlorar på köpet. Det föranleder ändå frågan om kontrollköp förbättrar resursallokeringen och om företagsköp över huvud är rationella i meningen vinstmaximering.

Av åtminstone fyra skäl är det inte så lätt att dra slutsatser av de blandade empiriska resultaten.

1. Det köpande bolaget är vanligen mycket större än det köpta bolaget. Den procentuella kursreaktionen blir därför liten i det köpande bolaget och kurseffekten drunknar i mätfelen, som är större i magnitud (Asquith et al, 1983).

2. Det råder hård konkurrens på kontrollmarknaden, så att vinsten av att köpa andra bolag blir liten och effekten på aktiekursen drunknar i mätfelen (Jensen och Ruback,1983).

3. Företagsköp sker ofta som del i ett program av köp, t.ex. Fermentas uppköpsprogram. En välfungerande aktiemarknad har redan tagit hänsyn till värdet av framtida uppköp i ett program, så att effekten vid uppköpstillfället bara motsvarar en del av den totala effekten. En liten reaktion sker därför att köpet realiserar ett osäkert program (Asquith et al, 1983).

4. Beslut om företagsköp fattas av kontrollerande aktieägare, medan mätningen avser oceanens värdering av köpet. Det är möjligt att köpet ter sig lönsamt ur kontrollaktieägarnas synvinkel utan att oceanen finner köpet lönsamt. Om oceanen har en annan uppfattning om köpets lönsamhet i vissa fall kommer man att finna negativa kursreaktioner för dessa trots att köpen är lönsamma ur kontrollägarnas synvinkel. Detta stör mätningarna och effekten på aktiekursen i det köpande bolaget blir i genomsnitt varken positiv eller negativ (Rydqvist, 1986).

Den första punkten stöds av en mätning i Asquith et al (1983). De visar att kursreaktionen i det köpande bolaget är betydligt större om det köpta företaget är någorlunda jämnstort.

Asquith et al (1983) undersöker också punkt 3 ovan. De studerar ett antal fall av uppköpsprogram. Deras urval ser ut som följer:

Bud nr	1	2	3	4
Urval	70	59	47	38

70 av företagen lade ett bud. 38 av företagen bjöd en fjärde gång. Genomsnittlig effekt vid varje tillfälle är +1 % över två dagar kring informationsdagen (dvs -1 till 0, och 0 till +1). Möjligen är effekten något större vid det första budet än vid de senare. Det stöder i så fall hypotesen att marknaden redan har beräknat värdet av programmet. Skillnaderna är dock för små för att medge säkra slutsatser.

3.2 Köp av mindre än samtliga aktier

De händelser som studeras i detta avsnitt är uppflaggningar av en ny storägare ur oceanen samt återköp av block av aktier, s.k. greenmailing. Den första studien är utförd av Holderness och Sheehan (1985). De studerar den initiala uppflaggningen av att en ny storägare dyker upp i ett företag. De tittar särskilt på sex välkända namn som har rykte om sig att vara "klippare" och identifierar 99 företag där dessa sex har gått in. Dessa jämförs med 155 andra fall, där en ny storägare dyker upp ur oceanen.

I genomsnitt stiger aktiekursen 8-9 % i det köpta bolaget där de sex utvalda går in. I de övriga fallen stiger kurserna 4-5 % från 40 dagar före uppflaggningen. Den största delen av kursreaktionen sker på uppflaggningsdagen.

Varför stiger aktiekurserna när ett företag får en ny storägare? Holderness och Sheehan (1985) spekulerar i att köparna antingen är särskilt välinformerade om aktiens värde, eller ändrar produktionsplanen. En tredje förklaring som författarna inte är medvetna om är att kursstegringen kan vara hänförlig till en uppvärdering av rösten. Svenska data tyder på att röstpremien växer kraftigt då ägarstrukturen förändras. Det är möjligt att aktiens värde utöver rösten inte påverkas alls eller t.o.m sjunker. Det går inte att se ur deras mätning. Av detta skäl kan man inte av initialeffekten dra slutsatser att ägarkonkurrens är bra.

En intressant studie av kursreaktionerna på kontrollköp har genomförts av Mikkelson och Ruback (1985). Deras studie är uppbyggd kring en serie av uppflaggningar, först en initial händelse då en ny ägare för första gången flaggar upp, och sedan intermediära uppflaggningar till en final händelse såsom bud på hela företaget, försäljning av det köpta blocket eller företagets återköp av de egna aktierna till en premie.

För 230 målföretag och 337 köpande företag visar studien att aktiekursen stiger + 3 % över två dagar kring den initiala händelsen för målföretag och + 1 % för köpande bolag. Mätt över 20 dagar fram t.o.m. dagen för den initiala händelsen stiger kursen med 6 % i målföretaget men bara 1 % i det köpande företaget. Det implicerar att marknaden förutspår att en ny ägare är på väg in i företaget, men att marknaden inte kan förutse vem det är.

De definierar tre olika sluthändelser. Det kan vara bud på hela målföretaget från angriparen eller tredje part, försäljning av angriparens kontrollblock till annan aktieägare, eller försäljning av angriparens kontrollblock till företaget som återköper sina aktier. Om man summerar två dagars avkastning kring vardera initiala, intermediära och finala händelserna, finner man vid sluthändelsen bud att aktieägarna i målföretaget vinner 20 % medan aktieägarna i angripande företag får ± 0 %. Om sluthändelsen är försäljning av block till annan aktieägare eller till målföretaget, vinner aktieägarna i angripande (och säljande) företaget 5 %. Aktieägarna i målföretaget vinner 6 % vid försäljning av block till annan ägare, och de vinner med 2 % om sluthändelsen är återköp av aktierna till det egna bolaget.

Både vid försäljning av blocket och återköp av aktierna vinner ägarna i det angripande bolaget. Den främsta anledningen till att man finner positiva kursreaktioner vid dessa händelser, men inte vid bud på hela företag, kan mycket väl vara, att vid försäljning och återköp vet alla aktieägare precis hur många kronor de tjänade på affären. Vid bud på hela företaget kan det däremot råda oenighet om de verkligen tjänade på affären och dessutom hur mycket (punkten 4 i avsnitt 3.1).

En likadan studie har utförts av SEC (Jarrell,Ryngaert, 1984). De undersöker 89 fall av uppflaggningar som slutar i riktade återköp av aktierna.

Mätt över perioden 20 dagar före till 5 dagar efter den initiala uppflaggningen stiger aktiekurserna cirka 10 %, vilket är något mer men konsistent med de två studierna ovan. Vid återköpstillfället faller aktiekurserna 5 % mätt ±5 dagar kring händelsen. De mäter också aktiekursens utveckling under interimsperioden mellan initial-och finalhändelser. De finner att kurserna faller 7 % så att totaleffekten möjligen är negativ i stället för positiv som Mikkelson och Rubach (1985) rapporterar. Mätningen lider dock av mycket långa interimsperioder av varierande längd. Ibland är mätperioden några veckor och i andra fall upp till två år. Det kan leda till grova mätfel.

Ytterligare två studier, Dann och DeAngelo (1983), samt Bradley och Wakeman (1983), rapporterar kursfall på cirka 3 till 5 % över två dagar kring meddelande om företags egna återköp av kontrollblock. Jag tror att kursfallet kan vara hänförligt rösten. Ett återköp av aktier ger ägarstrukturen stabilitet och kan ofta tolkas som upplösningen av en maktkamp. Det stöds av svenska data med tydliga kursfall hos A-aktierna när maktkamper upphör. Det stöds också hos Dodd och Warner (1983) vilka finner kursfall på cirka 4 % då en maktkamp upphör.

Prissättningen av rösten kontra investeringssegmentet gör det svårt att använda något av dessa resultat till att uttala sig om ägarkonkurrens. Det går inte att ur mätningarna se hur investeringssegmentet hos en aktie påverkas av olika kontrollhändelser.

3.3 Konkurrenspåverkande åtgärder

Händelserna i detta avsnitt är sådana som påverkar sannolikheten för en maktkamp eller kontrollköp, utan att förändra aktieägarnas relativa röstandelar. Det handlar om golden parachutes, som underlättar kontrollköp, och det handlar om hajpulver, som försvårar kontrollköp.

Lambert och Larcker (1985) har studerat hur aktiemarknaden tar emot beskedet att ett företag inför s.k. golden parachutes. Det är en klausul i anställningskontraktet för företagsledande personer som berättigar företagsledningen en viss ersättning om företaget blir

uppköpt och företagsledningen utbytt. Tanken är att företagsledningen inte skall motarbeta uppköpserbjudanden, som ju ger de egna aktieägarna stora vinster. Ersättningsbeloppen är ofta ansenliga och uppgår till storleksordningen 1 % av företagets värde.

De nämnda författarna använder den ovan beskrivna metodologin för att se hur företagets värde påverkas av att det blir lättare att köpa kontrollen av företaget. Baserat på ett urval av 90 fall av introducerade golden parachutes anser författarna att aktiemarknaden genomgående välkomnar dessa. Enligt min mening är den slutsatsen inte möjlig att basera på de utförda mätningarna. Kursreaktionen uppgår inte ens till en procent, vilket gör det så gott som omöjligt att urskilja en positiv effekt bland de stora mätfelen orsakade av metoden.

Ett hajpulver är en klausul i bolagsordningen som ställer vissa krav på den som försöker skaffa sig kontrollen över företaget. Linn och McConnel (1983) räknar upp olika sorters hajpulver.

- Styrelsemedlemmarna är tillsatta på viss tid enligt bolagsordningen och bara exempelvis en tredjedel kan bytas ut per år. Det fördröjer ett övertagande även om man har röstmajoritet.
- Kvalificerad majoritet krävs för att byta ut styrelsemedlemmar eller för att genomföra en fusion.
- Krav på kvalificerad majoritet krävs inte under förutsättning att alla aktieägare får samma bud som det högsta priset angriparen betalat för sina aktier (fair price amendment).

DeAngelo och Rice (1983) undersöker 100 företag där man infört dylika klausuler i bolagsordningen. De finner ingen reaktion hos aktiekurserna. Linn och McConnel har dels ett urval av 172 fall då styrelsen godkänner dylika klausuler, dels 358 fall kring dagen då förslag om hajpulver meddelas aktieägarna. Inte vid något tillfälle reagerar aktiemarknaden. Detsamma gäller ett mindre antal

fall där hajpulver tas bort från bolagsordningen.

Hur skall dessa olika mätningar tolkas? Svaret kan vara att varken golden parachutes eller flertalet hajpulver har särskilt stor inverkan på sannolikheten för ett kontrollköp. Även om aktiemarknaden bryr sig om graden av konkurrens på kontrollmarknaden, syns det inte vid införandet av åtgärder som förmodligen har mycket liten effekt på sannolikheten för kontrollköp. Eventuella effekter av hajpulver drunknar i de stora mätfelen.

Olika hajpulver har olika stark avskräckande effekt. Det tar Jarrell, Poulsen och Davidson (1985) fasta på. De hittar ingen aktiemarknadsreaktion på 405 klausuler av typ lika pris eller kvalificerad majoritet. Skälet är att en sådan klausul ytterst lite påverkar sannolikheten för ett köp av hela företaget. För 139 klausuler av andra typer finner de däremot ett kursfall på - 3 % över intervallet - 20 dagar till + 10 dagar. Bland dessa 139 fall är 48 av typen att styrelsen måste bytas ut sekventiellt. För dessa är kursfallet hela - 5 %. Det indikerar att styrkan i klausulen är viktig att ta hänsyn till i mätningarna.

Det finns ytterligare intressanta hajpulver, som inte omfattas av listan ovan. Det är s.k. poison pills. Jarrell och Pound (1986) räknar upp olika sorters poison pills. Tanken är att den som köper en större aktiepost i bolaget, t.ex. 30 % av aktierna, tvingas att

- emittera egna aktier till aktieägarna i det köpta bolaget till ett pris långt under börskursen
- utsträcka bud till samtliga ägare i det köpta bolaget (jfr the City Takeover Code)
- vidhäftade röster till blocket bara delvis får räknas på bolagsstämman (ett slags röstbegränsningsklausul)
- köpa upp en viss aktieklass av preferensaktier i det köpta bolaget till ett högre pris.

Jarrell och Pound (1986) har ett urval av 37 fall. För dessa sjunker aktiekursen med i genomsnitt 1 % över två dagar. 20 av dessa införde sina klausuler under övertagandeförsök. För dessa sjunker aktiekurserna med drygt 2 % över två dagar. En nedgång på - 2 % är också vad Malatesta och Walkling (1985) finner för 14 fall.

3.4 Sammanfattning

Studier av bud på hela företag är svåra att använda som stöd för eller mot ägarkonkurrens. Studierna i del 3.2 lider av att man inte kan åtskilja prisförändringen på röst och investeringssegment. Studier av konkurrenspåverkande åtgärderna ger vissa indikationer för ägarkonkurrens. (Hajpulver accepteras dock vanligen under maktkamper, varför prisfallen åter kan vara hänförliga till en nedvärdering av rösten och inte investeringssegmentet.)

4. Maktkamper i Sverige

I detta avslutande kapitel redovisas en begränsad empirisk studie av maktkamper i Sverige under 1980-talet. Studien har flera syften av vilket det främsta är att illustrera vad en maktkamp är för något. Ett annat syfte är att visa residualmetodens förtjänster och brister.

4.1 Urval

En maktkamp är ett övertagandeförsök som motarbetas av en annan aktieägare eller av företagsledningen. Maktkampen yttrar sig i öppna köp av aktier på marknaden för att få en så stark position på bolagsstämman att man kan försvara alternativt byta ut företagets produktionsplan. En maktkamp är således tecken på aktieägarnas oenighet om hur företaget skall drivas effektivt.

Maktkamper är ofta tidsmässigt utdragna processer. Residualanalysmetoden å sin sida kräver ett specifikt datum. Vanligen går det inte att identifiera när maktkampen börjar, men ofta när den slutar. Det är ofta ett meddelande om att ena parten drar sig ur kampen eller att aktieköpen upphör. Denna studie baseras på maktkampens sluttidpunkt.

I tabell 1 återfinns identifierade maktkamper under 1980-talet i företag inregistrerade vid Stockholms Fondbörs. Uteslutna fall har okänt slutdatum. Tabellen innehåller också notis om meddelandets karaktär samt utfallet av maktkampen. I fyra av fallen, Volvo, Skånegripen och Boliden två gånger, var företagsledningen försvarare utan innehav av egna aktier i företaget.

Tabell 1 Studerade maktkamper 1980-1986

År	Företag	Slutdatum	Händelse (meddelande om)	Utfall (vinnare)
1980	Boliden	800207	slut uppköp	försvarare
1981	Iggesund	810525	slut uppköp	angripare
1982	Bulten-Kanthal	-		
1982	SILA	-		
1982	PLM	821216	slut uppköp	försvarare
1983	Gotland	-		
1983	Ratos	-		
1983	Fagersta	-		
1983	Sandvik	830926	försäljning	angripare
1984	Volvo	840427	försäljning	försvarare
1984	Korsnäs	-		
1984	Custos	841129	försäljning	försvarare
1985	Swedish Match	-		
1985	Modo	850725	försäljning	försvarare
1985	Höganäs	850729	försäljning	angripare
1985	Herakles	851104	försäljning	angripare
1985	Skånegripen	851211	försäljning	försvarare
1986	Boliden	860417	försäljning	tredje part

4.2 Resultat

Detta avsnitt innehåller analys av sluttidpunkterna i maktkamperna. Ett speciellt problem som angavs i kapitel 3 är att en akties röst- och investeringssegment påverkas olika under en maktkamp. Flertalet av de här studerade företagen har dock särnoterade B-aktier vilkas pris utgör en god approximation av aktiens investeringssegment.

Tabell 2 Företagsspecifik avkastning på investeringssegmentet kring slutdagen för några maktkamper

Företag	Företagsspecifik avkastning (%) ± 1 dgr	± 5 dgr
Boliden (1980)	- 9,1	-10,3
PLM	- 7,8	-10,5
Sandvik	+10,9	+14,6
Volvo	+ 1,6	+ 3,3
Custos *)	+ 3,7	-16,3
Modo	- 1,2	- 2,5
Herakles	+ 3,5	+ 1,9
Skånegripen	-13,9	-10,8
Boliden (1986)	+ 7,9	+ 8,4

*) mycket fluktuerande prissättning kring slutdagen, över ±10 dgr är avkastningen -6,9 %

Av tabell 2 framgår att aktiemarknaden tydligt reagerar på informationen att maktkampen upphör. En maktkamp är således en väsentlig händelse. I vissa fall stiger kurserna kraftigt, medan de i andra fall sjunker. I några fall syns ingen reaktion. Korstabuleras resultaten i tabell 2 med maktkampens utfall erhålls följande mönster, tabell 3.

Tabell 3 Korstabulering av företagsspecifik avkastning på investeringssegmentet och maktkampens utfall

Aktiemarknadens reaktion	Angriparen lyckas	Angriparen lyckas inte
+	Sandvik Herakles Boliden 1986	
0		Volvo *) Custos Modo
-		Boliden 1980 *) PLM Skånegripen *)

*) Företagsledning utan egna aktier var stridande part

Tabell 3 visar ett mycket enhetligt mönster. I de fall angriparen lyckas, stiger värder på aktiens investeringssegment. När angriparen inte lyckas, faller aktiens värde påfallande kraftigt.

Aktiekursen reagerade inte i Volvo, vilket kan bero på att den positiva nyheten av att sälja innehaven i Stora och Atlas Copco till ett högt pris uppvägde den negativa nyheten att angriparen misslyckades. Maktkampen i Custos är svår att utvärdera då aktiekursen åkte berg- och dalbana kring maktkampens slut. Utgången av maktkampen i MoDo kan ha varit väntad och redan diskonterad i aktiekursen.

Det är också intressant att notera i tabell 3 att angriparen inte lyckades i något fall där motståndaren var en fristående företagsledning. I dessa tre fall reagerade aktiekursen negativt.

Som framgår av tabell 4 kännetecknas maktkampers slut av prisfall på röstsegmentet. Det är beräknat som företagsspecifik avkastning för A-aktien minus dito för B-aktien enligt modell (1). Maktkamperna i MoDo och Herakles är uteslutna på grund av för liten handel i A-aktierna.

Tabell 4 Företagsspecifik avkastning på röstsegmentet kring slutdagen för några maktkamper

Företag	Företagsspecifik avkastning (%) ± 1 dgr	± 5 dgr
Boliden (1980)	0,0	+ 1,3
Sandvik	- 8,7	-11,5
Volvo	-13,8	-14,8
Custos	-18,9	- 9,6
Skånegripen	- 6,0	+ 1,4
Boliden (1986)	- 5,6	- 5,1

I allmänhet faller värdet på rösten avsevärt. Ett undantag är Boliden (1980) där värdet på rösten är opåverkat. För Skånegripen syns också ett plustecken, vilket kan bero på mätsvårigheter. Räknat över perioden - 3 dgr till + 5 dgr erhålls ett prisfall om - 9,6 %, vilket mer liknar avkastningen kring informationsdagen.

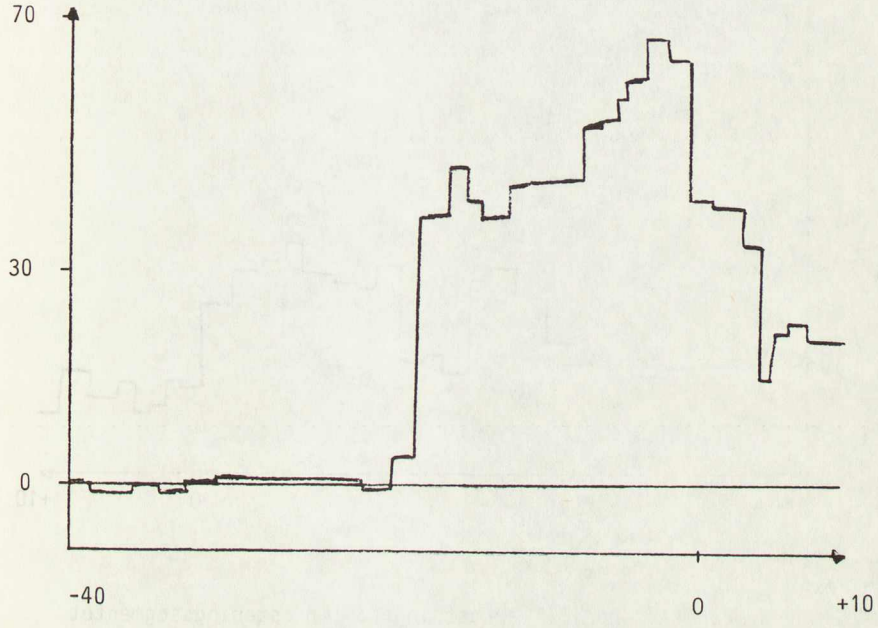
En annan fråga är vad som händer i de företag som är inblandade i maktkamperna. I tabell 5 återfinns avkastningen ± 1 dgr för de företag som deltog i respektive maktkamp.

Tabell 5 Företagsspecifik avkastning för företag inblandade i en maktkamp

Företag	Företagsspecifik avkastning ± 1 dgr (%) Angripare	Försvarare
Boliden (1980)	+ 1,8 (Beijer)	-
Iggesund	- 5,9 (Stora), -1,7 (MoDo)	-
PLM	+ 1,1 (Sw Match)	-
Sandvik	- 1,1 (Skanska)	- 2,0 (Korsnäs)
Volvo	- 0,9 (Investor), - 2,2 (Providentia)	-
Custos	+ 9,8 (Lundberg)	- 1,1 (Skanska)
Höganäs	- 5,9 (Kanthal)	+ 4,4 (Custos)
Herakles	- 0,5 (Proventus)	- 1,5 (Forsinvest)
Boliden (1986)	+ 4,3 (Trelleborg)	-

Av tabellen framgår att maktkamper ofta inte är tillräckligt viktiga händelser för att påverka aktiekurserna i de inblandade företagen. Dock är kursreaktionen i några fall tydlig. Lundberg vann mycket på att sälja sitt innehav i Custos. Sammaledes då Custos sålde sitt innehav i Höganäs. I Stora Kopparberg föll kursen när Iggesund gavs upp. Trelleborg vann då det lyckades ta över Boliden, medan Kanthals aktiekurs föll i motsvarande situation. Det är inte så lätt att se något mönster i detta, men oenighet mellan kontrollaktieägarna och oceanen kan tänkas förklara de blandade resultaten.

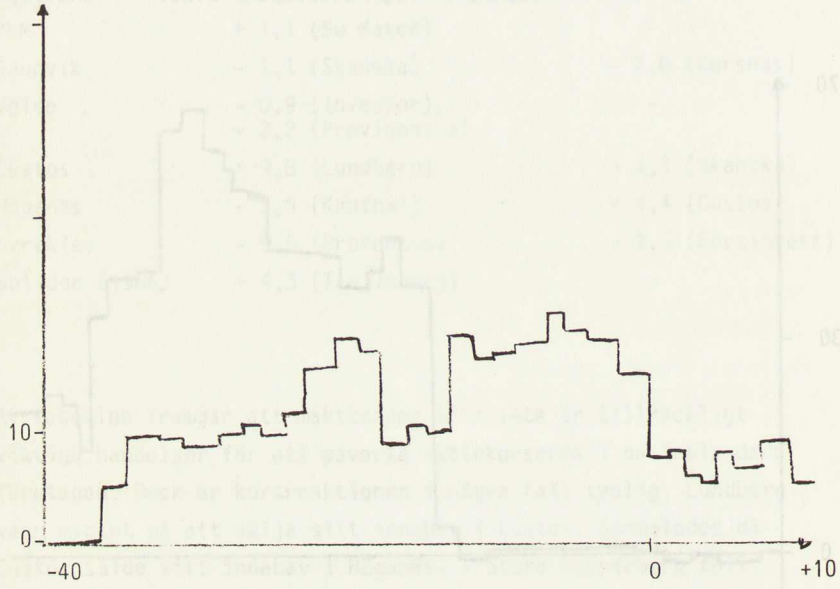
Den sista mätningen avser tre fall där hela maktkampsförloppet kan fångas inom en relativt kort tidsperiod. Det gäller fallen Iggesund, PLM och Sandvik. De tre fallen åskådliggörs grafiskt i figur 2, 3 och 4. Den företagsspecifika avkastningen är beräknad enligt marknads-modellen (2) där regressionsparametrarna är skattade över perioden -80 till -41 dgr före maktkampens slutdag. Alla fallen avser tidsperioden -40 till +10 dgr kring maktkampens slut.



Figur 2 Företagspecifik avkastning för röst- och investeringssegment under maktkamper i Iggesund

Maktkampen i Iggesund började med att Stora och Billerud lade ett bud på Iggesund för att få minst 51 % av rösterna. Budet var cirka 30 % över börskurs, men kursen steg omedelbart högre än budet. Efter några veckor av våldsamma uppköp och kraftiga kursstegringar slutade MoDo som vinnare. Börskursen föll kraftigt, men stannade cirka 20 % högre än när maktkampen började.

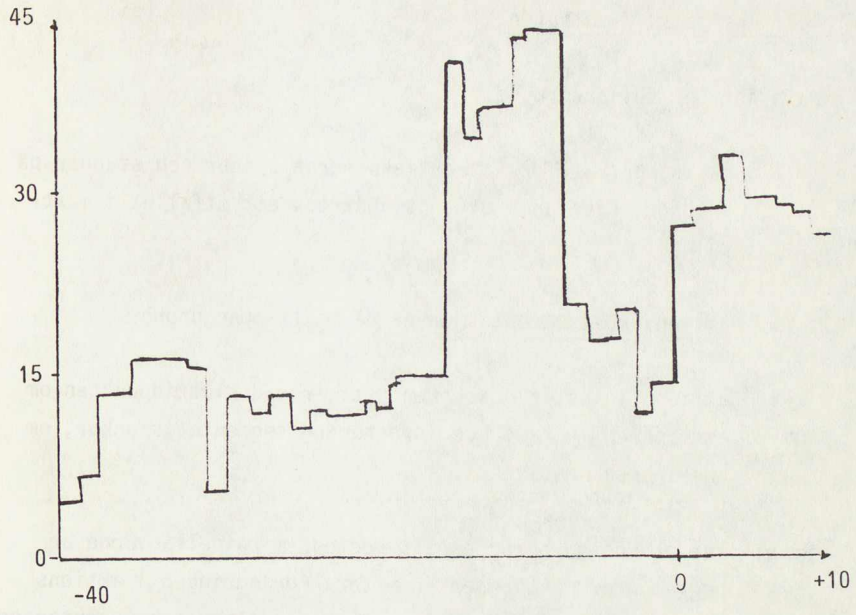
Kursstegringen och prisfallet beror på prissättningen av rösten. Det är intressant att notera att aktiekursen slutade klart över begynnelsenivån.



Figur 3 Företagsspecifik avkastning för investeringssegmentet under maktkampen i PLM

Swedish Match försökte ta över kontrollen av PLM från Handelsbankssfären. Börsnoteringen var samnotering av A- och B-aktien, men kurserna avsåg förmodligen B-aktien då A-aktien prissattes klart högre under maktkampen (Affärsvärlden 1982:51/52).

Det är intressant att se att aktiens investeringssegment stiger under maktkampen. Det kan vara en spekulation i ett bud på hela företaget. När maktkampen upphör faller investeringssegmentet, men stannar på en högre nivå än innan. Det är konsistent med prissättningen av aktierna i Iggesund.



Figur 4 Företagsspecifik avkastning för investeringssegmentet under maktkampen i Sandvik

I maktkampen om Sandvik hoppade aktiekursen upp anmärkningsvärt vid två tillfällen. Först då angriparen Skanska fick kontrollen på den extra bolagsstämman och sedan då försvararen Stenbeck beslutade sig för att sälja sina aktier. Även i detta fall tycks aktiekursen sluta på en nivå högre än där den började.

4.3 Analys av resultaten

Data antyder följande mönster

- maktkamper medför att aktiekurserna stiger och stannar på en högre nivå än i utgångsläget oavsett utfallet i maktkampen,
- aktiens röstsegment sjunker då maktkampen upphör,
- aktiens investeringssegment stiger vid sluttidpunkten om angriparen lyckas, och investeringssegmentet sjunker, om angriparen misslyckas.

Prisfallet på rösten beror på att röstens marginella värde är mycket högre under maktkampen än efter. Förändringen i aktiens investeringssegment kan förklaras av en signalhypotes. Övertagandeförsöket är en signal att angriparen har bättre information om hur företaget skall drivas än den tidigare kontrollaktieägaren, därför att en maktkamp är en mycket dyrbar process som inte sätts igång utan starka, rationella skäl. Om angriparen lyckas stiger aktiekursen, ty då vet aktiemarknaden att angriparen kan förverkliga sin idé (som är okänd för aktiemarknaden men vars värde avslöjas av att angriparen ger sig in i maktkampen). Om angriparen misslyckas faller aktiekursen, ty då vet aktiemarknaden att idén inte kommer att förverkligas. Aktiekursen faller dock inte tillbaka till utgångsläget, ty det är en relativt hög sannolikhet att någon annan upptäcker angriparens idé och på nytt försöker ta över kontrollen.

Signalhypotesen är konsistent med data i en omfattande studie av maktkamper i USA utförd av Bradley et al (1983). De studerade 241 st bud (tender offers) där angriparen lyckades och 112 st där angriparen misslyckades. En stor del av buden var partiella. Bland de 112 kom ett nytt bud inom 5 år från någon annan aktieägare. Endast 24 fall fick inget nytt bud. För de 112 fallen stannade aktiekursen på en högre nivå än i utgångsläget, precis som i de tre figurerna 2,3 och 4. För de 26 fallen utan nytt bud återvände aktiekursen till utgångsläget inom 2 år. Det är fullt konsistent med signalhypotesen och data i denna uppsats.

5. Slutord

Kontroll är ett kollektivt beslutsproblem som saknar optimal lösning. Diskussionen i denna uppsats har handlat om två olika lösningar. Den ena är principen en aktie - en röst, som karakteriseras av hög konkurrens om kontroll. Den lösningen innebär att den aktieägare får bestämma som är beredd att betala mest för makten och som samtidigt bär en stor del av risken. Den andra lösningen, som karakteriseras av låg konkurrens, skiljer sig åt i det avseendet att den som bestämmer inte avkrävs risktagande.

Karakteriseringen som låg och hög konkurrens om kontroll beror på att i ena fallet är det relativt lätt för en enskild aktieägare att hålla majoriteten av rösterna, medan i det andra fallet kan det vara svårt för någon enskild att hålla egen majoritet. Om det saknas majoritetsägare kan en konflikt inte bara lösas genom att den ene köper ut den andre, utan också genom en maktkamp, ett övertagande som motarbetas av en annan.

En stor del av uppsatsen handlar om huruvida man skall underlätta eller försvåra ägarkonkurrens, dvs möjliggöra maktkamper. Bland teoretiska argument märks särskilt två argument för ägarkonkurrens. Ägarkonkurrens ökar möjligheterna till effektivare resursfördelning i meningen Paretoeffektivitet, som dock aldrig kan garanteras av konkurrens. Risktagande skapar starka incitament för den som har makten att anstränga sig och driva företaget effektivt. Det är starka argument för ägarkonkurrens som inte motsägs av rådande empirisk forskning.

Appendix: Metoder för justering av marknadsinformation

Det finns ett flertal metoder att ta hänsyn till marknadsinformation. Den enklaste är att räkna kursrörelsen på aktien minus kursrörelsen på marknadsindex, dvs

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt} \qquad (1)$$

där AR_{jt} = (Abnormal Return) företagsspecifik avkastning över tidsintervallet [t-1, t] för företag j

R_{jt} = $(P_{jt}+D_{jt})/P_{jt-1} - 1$ = avkastning för företag j över intervallet [t-1, t]

R_{mt} = I_t/I_{t-1} = avkastning på marknadsindex över intervallet [t-1, t].

Den enkla modellen (1) kan vara en god approximation för korta tidsintervall. En utveckling av modellen är den s k marknadsmodellen (market model), vilken är den mest använda för att ta hänsyn till marknadsinformation.

$$AR_{jt} = R_{jt} - (\alpha_j + \beta_j R_{mt}) \qquad (2)$$

där α_j, β_j = regressionsparametrar från en regression mellan aktiens avkastning och marknadens avkastning.

Om $\alpha_j = 0$ och $\beta_j = 1$, sammanfaller modell (1) och (2). Genomsnittligt β_j på marknaden är definitionsmässigt lika med 1 och α_j är i förväntan 0. Därför är modell (1) ofta en god approximation, även om modell (2) är precisare och bygger på mer information.

Sofistikationsgraden kan ytterligare ökas. Modell (3) som är mycket snarlik (2) har den fördelen att den är härledd ur en teori (Capital Asset Pricing Model), men den är en sämre statistisk modell än (2).

$$AR_{jt} = R_{jt} - [(1 - \beta_j)R_{ft} + \beta_j R_{mt}] \qquad (3)$$

där R_{ft} = riskfri väntan över intervallet [t-1, t].

Modell (3) väljs om man tror på den underliggande teorin. Om man inte har tilltro till teorin, är modell (2) bättre av rent statiska skäl.

Kritiskt i modell (2) och (3) är skattningen av β_j. Parametern som mäter aktiens samvariation med marknaden, måste skattas och skattningen beror på flera faktorer. Det är osäkert om β_j är stabilt över tiden. Olika skattningar erhålls beroende på om data är på dags-, vecko- eller månadsbasis. Tunn aktiehandel försvårar ytterligare skattningsproceduren. Allt detta verkar mot väsentliga mätfel, vilket måste beaktas när resultaten tolkas.

Referenser

Alchian A. och Demsetz H. (1972), "Production, Information Costs and Economic Organization", American Economic Review, Vol. 62 no. 5 sid. 777-795

Arrow K. (1951), "Social Choice and Individual Values", Edinburgh

Ashton D. och Atkins D. (1984), "A Partial Theory of Takeover Bids", Journal of Finance, Vol. 39 no. 1 sid. 167-183

Asquith P., Bruner R. och Mullins D. (1983), "The Gains to Bidding Firms from Merger", Journal of Financial Economics, Vol. 11 sid. 121-139

Baron D. (1979), "Investment Policy, Optimality, and the Mean-Variance Model", Journal of Finance, Vol. 34 no. 1 sid. 207-232

Berle A. och Means G. (1932), "The Modern Corporation and Private Property", Macmillan, New York

Bradley M., Desai A. och Kim E. (1983), "The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy", Journal of Financial Economics, Vol. 11

Bradley M. och Wakeman M. (1983), "The Wealth Effects of Targeted Share Repurchases", Journal of Financial Economics, Vol. 11 sid. 301-327

Copeland T. och Weston F. (1983), "Financial Theory and Corporate Policy" Addison-Wesley

Dann L. och DeAngelo H. (1983), "Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control", Journal of Financial Economics, Vol. 11 sid. 275-299

De Angelo H. och Rice E. (1983), "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth", Journal of Financial Economcis, Vol. 11 sid. 329-359

Diamond P. (1967), "The Role of a Stock Market in a General Equilibrium Model with Technological Uncertainty", American Economic Review Vol. 57

Dodd P. och Warner J. (1983), "On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests", Journal of Financial Economics, Vol. 11, sid. 351-374

Drèze J. (1974), "Investment Under Private Ownership: Optimality Equilibrium, and Stability", i Drèze (ed.): "Allocation Under Uncertainty: Equilibrium and Optimality", London sid. 129-166

Easterbrook F. och Fischel D. (1983), "Voting in Corporate Law", Journal of Law and Economcis, Vol. 26 sid. 395-427

Fama E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", Journal of Political Economy, Vol. 88, 1980 sid. 288-307

Gevers L. (1974), "Competitive Equilibrium of the Stock Exchange and Pareto Efficiency", i Drèze (ed.): "Allocation under Uncertainty: Equilibrium and Optimality", London sid. 167-191

Grossman S. och Hart O. (1981), "The Allocational Role of Takeover Bids in Situations of Asymmetric Information", Journal of Finance, Vol. 36 no.2 sid. 253-270

Hart O. (1977), "Takeover Bids and Stock Market Equilibrium", Journal of Economic Theory, Vol. 16 sid. 53-83

Holderness C. och Sheehan D. (1985), "Raiders or Saviours? The Evidence on Six Controversial Investors", Journal of Financial Economics, Vol. 14 sid. 555-559

Jarrel G., Lehn K., och Marr W. (1985), "Institutional Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investments" SEC Washington

Jarrell G., Poulsen A. och Davidson L. (1985), "Shark Repellants and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980", SEC Washington

Jarrel G. och Pound J. (1986), "The Economics of Poison Pills", SEC Washington

Jarrell G. och Ryngaert M. (1984), "The Impact of Targeted Share Repurchases (Greenmail) on Stock Prices", SEC Washington

Jensen M. (1986), "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence", Uppsats presenterad vid Conference on Takeovers and Contests For Corporate Control, Columbia University

Jensen M. och Meckling W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour Agency Costs and Ownership Structure", Journal of Financial Economics, Vol. 3 1976 sid. 305-360

Jensen M. och Ruback R. (1983), "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", Journal of Financial Economics, Vol. 11 sid. 5-50

Lambert R. och Larcker D. (1985), "Golden Parachutes, Executive Decision-Making, and Shareholder Wealth", Journal of Accounting and Economics, Vol. 7 sid 179-203

Layard P. och Walters A. (1978), "Microeconomic Theory", New York

Linn S. och McConnell J. (1983), "An Empirical Investigation of the Impact of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices", Journal of Financial Economics, Vol. 11

Malatesta P. och Walkling R. (1985), "The Impact of Poison Pill Securities on Stockholder Wealth", Uppsats University of Washington

Manne H. (1964), "Some Theoretical Aspects of Share Voting", Columbia Law Review, Vol. 64 sid. 1426-1445

Manne H. (1965), "Mergers and the Market for Corporate Control", Journal of Political Economy, April 1965 sid. 110-120

Mikkelson W. och Ruback R. (1985), "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process", Journal of Financial Economics, Vol. 14 sid. 523-553

Olson M. (1965), "The Logic of Collective Action", Cambridge Mass.

Rodhe K. (1978), "Aktiebolagsrätt enligt 1975 års aktiebolagslag", 9:e upplagan, Norstedts

Roll R. (1986), "Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth", uppsats presenterad vid Conference on Takeovers and Contests for Corporate Control, Columbia University

Roos C.M. (1969), "Avtal och rösträtt", Stockholm

Rydqvist K. (1986), "The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games", Avhandling EFI, Stockholm

Shubik M. (1986), "Corporate Control, Efficient Markets The Public Gool, the Law and Economic Theory and Advice, uppsats presenterad vid Conference on Takeovers and Contests for Corporate Control, Columbia University

Wallander J. (1986), "Mellan Skylla och Charybdis - röstvärden, korsägande och makten över företagen", Handelsbankens småskriftserie, nr. 25

Bilaga 3

Tjugofemprocentsregelns betydelse för det ökade institutionella ägandet

av *Kristian Rydqvist*

Innehåll

Inledning 61

1. *Skattelagstiftningen om utdelningsinkomster* 62

2. *Värdet av tjugofemprocentsregeln* 63

3. *Prissättning av risk* 66

4. *Varför någonsin avstå från diversifiering?* 68

5. *Hur mycket kostar 25 % av rösterna?* 70

6. *Utvärdering av tjugofemprocentsregeln* 73

Referenser 76

Det senaste decenniet har aktieägandet koncentrerats från privatpersoner till institutionella placerare som aktiebolag. investmentbolag, försäkringsbolag, fonder m.m. (SIND 1980:5, Hedlund et al 1985). En tänkbar förklaring är olika behandling i skattehänseende av olika aktieplacerare. I skattelagstiftningen medges skattefria utdelningar till rörelsedrivande aktiebolag och ekonomiska föreningar om aktieinnehavet betingas av den egna rörelsen. Ett aktieinnehav anses automatiskt betingat av rörelsen om innehavet uppgår till minst 25 % av röstetalet i det ägda bolaget. Frågan är om den schablonregeln kan förklara den ökade koncentrationen av ägandet till institutionella placerare.

Syftet med denna uppsats är att argumentera för att tjugofemprocentsregeln har ringa inverkan på koncentrationen i ägandet och dess förändring över tiden. Anledningen är att utdelningarna utgör en mindre del av en akties avkastning. Skattefrihet på denna lilla del kan endast i mindre utsträckning sänka aktieägarens avkastningskrav före skatt. Det sänkta avkastningskravet på grund av skattefria utdelningar motvägs samtidigt av ett höjt avkastningskrav som följer av att hålla stora block av aktier. 25 % av rösterna i en aktie ger obalans åt en aktieportfölj. En sådan portfölj har högre risk än en diversifierad portfölj, men den ger trots det inte högre förväntad avkastning, vilket är en kostnad. Denna kostnad kan mer än väl äta upp det relativt lilla värdet av skattefria utdelningar.

Uppsatsen presenterar först skattereglerna. Sedan kontrasteras värdet av skattefria utdelningar mot kostnaden av att hålla en odiversifierad portfölj. Uppsatsen avslutas med en diskussion om vilken effekt tjugofemprocentsregeln har på ägandet.

1. Skattelagstiftningen om utdelningsinkomster

Reglerna om utdelningsinkomster för aktiebolag återfinns i KL 54 § pkt 1 anvisningarna, samt i Si 7 § för den statliga beskattningen. Den statliga inkomstskatten följer helt reglerna i kommunalskattelagen. I princip skall utdelningsinkomster tas upp till beskattning. Undantag medges i vissa fall för att undvika kedjebeskattning, d v s beskattning hos utdelande företag, hos mottagande företag, samt hos aktieägarna i det mottagande företaget. Skattefrihet för mottagande företaget innebär att beskattningen begränsar sig till två omgångar.

Olika regler gäller för förvaltningsföretag visavi rörelseföretag. Förvaltningsföretag är sådana som uteslutande eller så gott som uteslutande förvaltar värdepapper. Dessa får skattefria utdelningar i den mån de vidareutdelar medlen till sina ägare. Således beskattas endast de fonderade utdelningsmedlen. För investmentbolag gäller särskilt att skattefrihet gäller för vidareutdelade utdelningsinkomster ökat med en fjärdedel. Dessa kan således fondera 20 % av erhållna utdelningar med bibehållen skattefrihet. Den specialregeln är viktig i detta sammanhang, eftersom investmentbolagen räknas till de största aktieägarna i ett stort antal börsnoterade företag.

Banker och försäkringsbolag är skattebefriade för utdelningar på organisationsaktier. Organisationsaktier kräver ett innehav på minst 50 % av rösterna, samt att det finns ett samband mellan verksamheterna (SOU 1977:86, sid 263 ff). Denna regel är dock mindre intressant här, eftersom försäkringsbolag inte får äga mer än 5 % av rösterna och banker inte får äga aktier utan regeringens tillstånd (Banklagen 55 §).

För rörelseföretag gäller skattefrihet för erhållna utdelningar, om aktierna inte utgör omsättningstillgång samt innehavet uppgår till 25 % av rösterna eller det är sannolikt att innehavet betingas av rörelsen. Lagtexten före 1981 års taxering var annorlunda formulerad men innebar detsamma.

Det första kravet för skattefrihet är att innehavet inte utgör omsättningstillgång, d v s aktier vilka man kan vänta sig förr eller senare kommer att avyttras (Bratt et al, 1980, sid 73). Det andra kravet är att innehavet betingas av rörelsen. Ett innehav anses automatiskt betingat av rörelsen om det uppgår till minst 25 % av rösterna. Det är den regeln som kallas tjugofemprocentsregeln i denna uppsats. Om innehavet ej uppgår till 25 % av rösterna krävs att man visar att det är sannolikt att innehavet betingas av rörelsen. Så är fallet om innehavet är till för att trygga tillförsel av råvaror och andra insatsvaror, eller innehavet är ett led i avsättningen av de egna produkterna (SOU 1977:86, sid 266 ff). Innehavet anses också betingat av rörelsen om det gäller att samordna rörelserna eller rörelsegrenar. Dessa fall kan konceptuellt sammanfattas som integration, vertikal eller horisontell integration mellan företagen. Däremot är kontrollsyfte i allmänhet otillräckligt för att få skattefria utdelningar. Till exempel erhålls inte skattefrihet för medlemmarna i ett konsortium med 50 % av rösterna trots att vars och ens innehav är betingat av ett kontrollmotiv. Rättspraxis visar annars att mycket små procentandelar (< 10 %) kan medge skattefria utdelningar (SOU 1977:86).

Det kan noteras att tjugofemprocentsregeln inte kan användas av investmentbolag.

Den fråga som skall utvärderas i de följande avsnitten är om tjugofemprocentsregeln underlättar integrationssträvanden, eller stimulerar till direkta aktieköp, t.ex. ömsesidigt ägande. En svårighet är att urskilja om köp av så stora aktieposter som 25 % motiveras av kontroll eller av tjugofemprocentsregeln, emedan båda effekterna följer av en investering i 25 % av rösterna i ett annat företag.

2. Värdet av tjugofemprocentsregeln

Utdelningsbeloppets storlek är av vikt för tjugofemprocentregelns betydelse. I tabell 1 visas utdelningsbeloppen som procent av aktiekursen, den s k direktavkastningen på aktien. Den är beräknad som totala utdelningen under året dividerat med köpkursen på mest omsatta aktieslaget sista december varje år. I tabellen återfinns genomsnittet av direktavkastningstalen för samtliga börsbolag. Data är hämtade från FINDATA.

Tabell 1: Genomsnittlig direktavkastning i börsbolagen

År	Direktavkastning (%)	Standardavvikelse
1975	2,5	2,0
1976	2,8	2,2
1977	3,9	3,2
1978	3,3	2,8
1979	3,4	2,6
1980	3,7	2,8
1981	3,2	2,2
1982	2,7	1,8
1983	1,8	1,1
1984	1,8	1,3
1985	1,7	1,3
Genomsnitt över tiden	2,8	2,1

Totalgenomsnittet på 2,8 % är ett genomsnitt av de elva årsvärdena. Beloppet är någorlunda konstant över tiden. Siffran för 1985 är påverkad av det tillfälliga förbudet att höja det totala utdelningsbeloppet utöver 1983 års utdelning i respektive företag. Skillnaden är inte stor eftersom börskurserna endast var något högre i december 1985 än i december 1983.

Standardavvikelsen på 2,1 % visar att spridningen är liten mellan företagen. Blott ett fåtal företag når upp till 5 % direktavkastning eller mer, och nästan samtliga företag delar ut åtminstone någon procent. Stabiliteten över tiden och den lilla spridningen över tiden anger att en direktavkastning på 2 - 3 % är en god approximation för att beräkna värdet av tjugofemprocentsregeln.

Skattesatsen på direktavkastningen är fram till 1985 kommunalskatt plus statlig skatt på 40 % efter avdrag för föregående års kommunalskatt. För en kommunalskatt på 30 % innebär det en total skattesats på $0,30 + 0,40 \cdot 0,70 = 0,58$. Den skattesatsen kan bringas ned något med investeringsavdrag, anellavdrag m.m. Från och med 1985 gäller 52 % i statlig skatt och ingen kommunalskatt.

Den exakta skattesatsen är inte intressant här. En effektiv skattesats på cirka 50 % är en tillräckligt god approximation. Med hjälp av bokslutsdispositioner kan resultat utjämnas och medel fonderas obeskattade i företagen. De faktiska skattebetalningarna på erhållna utdelningar kan då bli lägre.

Antag att vi har två identiskt lika aktieägare, men den ena har skattefria utdelningar. Det betyder att den med skattefria utdelningar kan sänka sitt avkastningskrav före skatt med ungefär 0,50 · 2 % = 1 %, om direktavkastningen är 2 %. Effekten på avkastningskravet är mindre om skattesatsen sjunker och större om direktavkastningen ökar. Från tabell 1 ser man dock att utdelningarna hålls relativt konstanta över tiden och en kraftig utdelningshöjning är mindre trolig.

Vad betyder skillnaden i avkastningskrav för aktiens pris? Enligt Gordons modell bestäms aktiekursen som

$$\text{Pris} = \frac{d}{r-g}$$

där d = årlig utdelning
g = utdelningstillväxt i (%)
r = avkastningskrav

Antag att utdelningen är 10 kronor och tillväxttakten 5 %. Om avkastningskravet är 15 % blir aktiens pris 10/(0,15-0,05) = 100 kr. Om avkastningskravet kan sänkas med 1 % på grund av skattefria utdelningar, blir aktiens pris 10/(0,14-0,05) ≃ 111 kr. Skattefriheten gör att den ene investeraren är beredd att betala upp till 11 kronor mer för aktien. Det är sedan en annan sak om aktiemarknaden prissätter aktien över eller under dessa belopp. Om priset är under 111 kronor men över 100 kronor kommer aktieägaren med skattefria utdelningar att köpa aktien medan den andre inte kommer att göra det (eller sälja om han har aktien).

Detta är en mycket enkel modell av aktieprissättning. För den fortsatta analysen räcker det att studera skillnader i avkastningskrav för att slippa använda modeller med begränsande antaganden. I de

tre närmaste avsnitten argumenteras för att blocket om 25 % som sänker avkastningskravet 1 % har en kostnad som mer än väl kan äta upp förmånen av skattefria utdelningar. Det är kostnaden av att inte diversifiera, som höjer avkastningskravet.

3. Prissättning av risk

Risk är att inte känna till framtiden, t.ex. en akties framtida värde. Människor har vanligen riskaversion, vilket innebär att man föredrar en säker avkastning framför en osäker avkastning som i genomsnitt är lika stor som den säkra avkastningen. Det finns undantag som lotterier, där man betalar för att utsätta sig för risk, därför att insatsen är så liten och den möjliga vinsten så stor. Det vanliga är dock att man betalar för att undvika risk, en försäkringspremie. Riskaversion är grunden för försäkringsverksamhet.

Aktiemarknaden skiftar risk från de riskovilliga till de riskvilliga. De riskovilliga är beredda att betala en försäkringspremie för att slippa risk. Den försäkringspremien tar sig uttryck i att en aktie i genomsnitt ger högre avkastning än t.ex. en bankinsättning. Försäkringspremien kallas vanligen riskpremie och utgör ersättning till de riskvilliga för att de bär risk. Ersättningen är nödvändig för att någon skall bära risk.

Riskpremiens storlek beror på aktiens risk. Dock prissätts inte hela risken hos en aktie, ty en viss andel kan diversifieras bort. Diversifiering innebär att man bildar en portfölj av aktier. En portfölj som består av flera aktier har lägre risk än en portfölj där man satsar hela beloppet på en enda aktie. Det gäller t.o.m. om var och en av aktierna i den diversifierade portföljen har högre risk än aktien som bildar sin egen portfölj. Anledningen är att om en aktie i portföljen faller i värde vägs det upp av en uppgång hos en annan aktie.

Genom diversifiering kan man avsevärt reducera sin risk. Solnik (1974) beräknar att inte mindre än 73 % av en genomsnittlig akties risk kan diversifieras bort i USA. Motsvarande siffra för Italien är 62 %

och för Västtyskland 56 %. Dessa siffror är lägre, eftersom den amerikanska aktiemarknaden är mycket större och erbjuder rikare diversifieringsmöjligheter.

Värdet av att diversifiera avslöjas på andra sätt. Prisskillnaden mellan bundna och fria aktier visar att utländska investerare är beredda att betala en betydande överkurs för möjligheten att diversifiera sina portföljer med svenska aktier. Internationell diversifiering gör att en portföljs risk ytterligare kan sänkas, eftersom de olika aktiebörserna endast i mindre utsträckning följer varandra. Likaså den s.k. switchpremien är det överpris svenskar är villiga att betala för att kunna diversifiera till utländska aktier. Switchpremien är för närvarande större än 20 %. Premien blir så stor därför att den minskade risken avsevärt kan sänka avkastningskravet hos aktieägaren.

Det finns dock ett tak för hur mycket risk som kan diversifieras bort, eftersom den totala aktiemarknaden har en viss risk som måste bäras av någon. Den risken kallas för systematisk risk eller marknadsrisk till skillnad mot osystematisk eller företagsspecifik risk, som kan diversifieras bort.

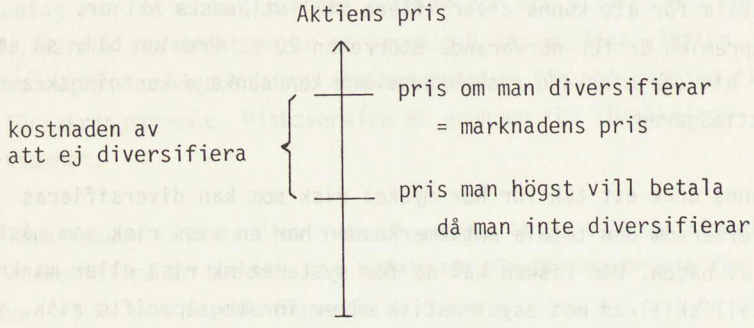
En akties risk = marknadsrisk + företagsspecifik risk
(systematisk risk) (osystematisk risk)

Uppdelningen på systematisk och osystematisk risk är viktig därför att marknaden prissätter endast den systematiska risken. Det finns ingen anledning att kräva en riskpremie för den del av en akties risk som kan diversifieras bort, ty den risken behöver ej bäras.

Antag att man har två identiskt lika aktieägare med samma riskpreferenser, förväntningar och personlig budget för aktieplaceringar. Den enda skillnaden är att den ene diversifierar medan den andre placerar hela beloppet i en aktie. Den som diversifierar är villig att betala ett väsentligt högre pris för den aktie som den andre placerar allt i. Skälet är att den som diversifierar kan nöja sig med lägre avkastning än den andre, eftersom hans risk är mindre, d v s den som diversifierar kräver en mindre riskpremie.

Saken är nu den att det står varje aktieägare fritt att diversifiera och således minska sin risk. Därför kommer ett mycket stort antal aktieägare att diversifiera, eftersom det lönar sig. Därmed stiger aktiekurserna ända tills ingen mer risk kan diversifieras bort. I själva verket borde alla aktieägare diversifiera, ty annars tvingas man betala det höga pris för aktierna som sätts av dem som diversifierar. Och det priset ger för liten ersättning för att bära risken i en odiversifierad portfölj. Se figur 1.

Figur 1 : Kostnaden av att inte diversifiera



Den som ej diversifierar tvingas betala mer för aktien än han egentligen vill. Det är kostnaden av att ej diversifiera som skall studeras och mätas i följande avsnitt.

4. Varför någonsin avstå från diversifiering?

Man kan räkna med att marknadens pris verkligen avspeglar priset hos dem som väljer att diversifiera. Om så inte är fallet är det möjligt att sänka sin risk genom diversifiering utan att sänka sin avkastning. Detta är möjligt för alla och kostar mycket litet varför de flesta också väljer en diversifieringsstrategi så att marknadspriset endast ger ersättning för aktiens systematiska risk.

Ändå finns det aktieägare som avstår från att diversifiera. Ett skäl kan vara att få skattefria utdelningar för 25 % av rösterna. Ett annat skäl är kontroll. Det kan vara så att värdet av kontroll överstiger kostnaden av att avstå från diversifiering. I så fall

kan det löna sig att koncentrera sin portfölj till något stort kontrollblock. Det är typiskt för familjebolag och entreprenörföretag, där grundarna satsar allt sitt kapital i det egna företaget i stället för att diversifiera. I dessa fall är uppenbart kontroll värdefullare än att diversifiera. Likaså de största investmentbolagen har ett antal stora kontrollposter i sina portföljer (särskilt Custos, Industrivärden, Investor, Promotion, Providentia). Dessa företag väljer medvetet en kontrollstrategi i stället för ren diversifiering.

Det finns en uppenbar konflikt mellan att å ena sidan koncentrera sitt innehav i röstmässigt stora block och att å andra sidan diversifiera. Det finns ett flertal lösningar för att minska motsättningen. Ett sätt är röstvärdesdifferentiering som vidmakthåller höga röstandelar till en minskad kapitalbas. I Rydqvist (1986) visas hur korsägande upprätthåller röstandelar till en minskad kapitalinsats. Åter andra metoder är ask-i-ask-ägande, konsortialavtal, hembudsklausuler och mycket annat. Den stora uppfinningsrikedomen är ett starkt dokument för att kostnaden av att inte diversifiera är ekonomiskt mycket betydande. Det är också ett dokument för det betydande värdet av kontroll. Kan det vara så att tjugofemprocentsregeln stimulerar till uppfinningsrikedomen på detta område?

Innan frågan utvärderas, är det värt att poängtera att det implicit har antagits att fysiska personer har riskaversion och kräver riskersättning för att placera i aktier. Det är dock ingen begränsning då även institutionella placerare ägs av fysiska personer. Institutionella placerares mål bör vara att göra som majoriteten av de egna aktieägarna önskar. En rimlig approximation är att anta att dessa skall investera i aktier så att värdet på aktierna i institutionen blir så högt som möjligt. Då gäller att de institutionella placerarna skall försöka minimera risken i sin portfölj för en önskad nivå på avkastningen, precis som för privatplaceraren. Därför är kostnaden av att inte diversifiera lika mycket en kostnad för en mellanhandsägare som för en slutlig ägare, eller, om man så vill, ägarna till mellanhandsägaren får bära kostnaden av den obalanserade portföljen.

5. Hur mycket kostar 25 % av rösterna?

En optimalt diversifierad portfölj ser olika ut för olika aktieägare. Riskpreferenser, förväntningar och budget bestämmer portföljens utseende. Särskilt viktig är budgetstorleken då det handlar om att investera 25 % av rösterna i börsföretag. Därför är det svårt att uttala sig annat än om specifika fall. I detta avsnitt skall ändå indikeras storleksordningen på kostnaden av att inte diversifiera. Det främsta empiriska stödet för att den kostnaden är ansenlig, är att stora företag har spritt ägande. Ingen har råd att placera 25 % i Volvo, ens om han tillåts av bankerna att lånefinansiera köpet.

Mätningar av riskpremien visar att för USA var riskpremien 6,4 % för perioden 1950-1981 och för Sverige drygt 3-4 % för ungefär motsvarande period (Johansson, 1978). Siffrorna är approximativa då det föreligger svåra mätproblem, men det är inte av vikt här. Den skattade riskpremien bör avse ersättning för systematisk risk. Antag att cirka 50 % av risken kan diversifieras bort i Sverige (Västtyskland 56 %, Solnik 1974). I sådant fall ersätter marknaden för 50 % av en genomsnittlig akties risk.

Om 50 % av risken kostar 4 %, bör den dubbla risken kosta cirka 8 %. Dvs.,om man koncentrerar sin portfölj i en enda aktie, ökar avkastningskravet på den aktien med 4 %. Det innebär i det tidigare exemplet med Gordons modell, att placeraren som får skattefria utdelningar har ett avkastningskrav före skatt på 15 - 1 + 4 = 18 %. Det ger ett aktiepris på $10/(0,18-0,05) \simeq 77$ kr enligt antagandena på sidan 5. Det är väsentligt lägre än de 100 kr som den andre aktieägaren är villig att betala, han som inte har skattefria utdelningar men som håller en diversifierad portfölj.

Beloppet 4 % är den maximala kostnaden då hela portföljen består av en enda aktie. Beloppet faller mycket snabbt då fler aktier tillförs portföljen under förutsättning att ingen aktie helt får dominera portföljen. Solnik (1974) visar att större delen av den osystematiska risken är bortdiversifierad vid ca 15-20 aktier. Svårigheten är att säga när ett 25 %-block skapar en obalans i portföljen så att kostnaden att ej välja den optimalt diversifierade portföljen överstiger värdet av de skattefria utdelningarna på ca 1 %.

Det bör noteras att maximibeloppet 4 % ökar avsevärt om man lånefinansierar köpet. Johanssons formel anger hur risken på det egna kapitalet beror på skuldsättningsgraden om man mäter risk med det statistiska spridningsmåttet varians.

$$Var(R_E) = (1 + \frac{S}{E})^2 \cdot Var(R_T)$$

där R_E = avkastning på det egna kapitalet i investeringen

R_T = avkastning på hela investeringen

S/E = skuldsättningsgrad

Var = varians

Om hela aktieköpet egenfinansieras blir $Var(R_E) = Var(R_T)$. Det är $Var(R_T)$ som kan reduceras till hälften genom diversifiering. Om man i stället lånefinansierar halva aktieköpet blir $Var(R_E) = 4 \cdot Var(R_T)$, d v s om portföljen är odiversifierad ökar den osystematiska risken fyra gånger och kostnaden stiger från 4 % till hela 16 %. Det är en s.k. hävstångseffekt som mycket snabbt ökar risken. Erik Pensers förmögenhet tillkom genom att konsekvent använda denna hävstångseffekt, ty man blir lika fort rik om kurserna går upp som man blir fattig om kurserna går ner.

När ett företag gör en stor investering i den egna verksamheten görs en lönsamhetskalkyl där man beaktar projektets förväntade avkastning och risk. Projektet genomförs endast om företagets avkastningskrav uppfylls. En investering om 25 % i ett annat börsföretag är en stor investering som måste underkastas samma lönsam-

hetsbedömning som vilken annan investering som helst. Problemet med investeringen i aktien är att investeringen är mycket dyr, därför att priset på aktierna är upptrissat av dem som håller diversifierade portföljer. Den som köper 25 % och tvingas bära en stor portion osystematisk risk kan inte köpa aktierna till det lägre pris han egentligen vill. Att bära osystematisk risk är en ansenlig kapitalkostnad, som växer ju större investeringen är och ju större belåningsgraden är. Den högre kapitalkostnaden äter nödvändigtvis upp en stor del om inte allt och mer till av värdet av de skattefria utdelningarna på 1 % lägre kapitalkostnad.

Det bästa empiriska stödet är att stora företag har mycket mer spritt ägande än små företag, därför att kostnaden av att bära diversifierbar risk är så hög för stora investeringar i en enda aktie. Ett annat bra stöd är,som nämnts, den stora uppfinningsrikedomen på åtgärder som sänker kapitalandelarna, men vidmakthåller röstandelarna (se föregående avsnitt).

Beaktar man att rörelsedrivande företag vanligen ägnar sig åt en verksamhetsgren och inte håller stora portföljer av aktier, blir ett 25 %-block i ett annat börsnoterat företag en stor investering som ger obalans åt den egna aktieportföljen. 25 % i stora företag måste nästan nödvändigtvis lånefinansieras, vilket kraftigt ökar kostnaden av att hålla en obalanserad portfölj. Undantag är konglomerat samt mycket stora företag som Volvo, vilka rymmer ett antal skilda verksamhetsgrenar. I sådana fall kan ett 25 %-block i en främmande verksamhetsgren bidra till en bättre diversifierad portfölj. 25 %-blockets absoluta storlek avgör dock vikten av den eventuella obalansen, även för företag som rymmer flera verksamhetsgrenar.

Mycket längre än så här går inte att komma utan att specificera en aktiemarknadsmodell och räkna på exempel med olika belåningsgrader och olika obalans på portföljen. Klart är ändå att man på marknaden väljer att hålla kontrollblock under 50 % av rösterna i stora företag, i trots av värdet av kontroll och just därför att kostnaden av att bära diversifierbar risk är så hög.

6. Utvärdering av tjugofemprocentsregeln

Tjugofemprocentsregeln är intressant för rörelseföretag som vanligen inte har stora aktieportföljer. Det är i det närmaste uteslutet att dessa företag skall köpa 25 % i ett annat företag i syfte att få skattefria utdelningar vars värde är så litet som 1 % lägre kapitalkostnad än för andra placerare på börsen. En sådan investering innebär onödigt risktagande som inte uppvägs av högre förväntad avkastning. Däremot kan kontroll i viss mån motivera köp av stora poster i andra företag. Kostnaden av att inte diversifiera sätter dock starka begränsningar även på kontrollmotiverade köp. Därför kan inte tjugofemprocentsregeln ha något större inflytande på den ökade koncentrationen av ägandet till institutionella placerare. Det är också tämligen klart att förändringen över tiden inte förklaras av tjugofemprocentsregeln, eftersom regeln har funnits länge och utdelningsbeloppen är konstanta.

Tjugofemprocentsregeln är dock inte betydelselös. Ett företag som har valt att köpa ett kontrollblock i ett annat företag kan justera storleken på blocket med hänsyn till tjugofemprocentsregeln. I tabell 1 ges några exempel där gränsen 25 % tycks spela roll för storleken på blocken.

Tabell 1 : Exempel där tjugofemprocentsregeln tycks spela roll.

Företag	Röstandelar (%) för de två största ägarna		Kommentar
Euroc	26	15	Skanska 26 %, investmentbolagen Opus och Protorp mindre poster
Forsheda	28	13	Grundarna har placerat 28 % i ett aktiebolag
JM	50	27	DN 27 % har ej kontrollsyfte då majoriteten hålls av Industrivärden
Opus	27	27	Skanska och Euroc delar lika och får skattefrihet
Sandvik	25	7	Skanska gick ned till 25 % sedan Stenbeck gått ur Sandvik
SKF	25	11	Skanska och Investor-Providentia är jämnstarka
Sydkraft	26	22	Boliden 26 %, kommunen har 60 % tillsammans

Dessa exempel visar hur tjugofemprocentsregeln verkar. I små företag kan den motivera köp av 25 % om den störste ägaren medger det (bl.a. JM). I större företag är kontrollmotivet det viktiga, men blockets storlek justeras efter gränsen 25 % (bl.a. Euroc, Sandvik, SKF).

Det finns dock ett antal fall där företag har valt att lägga sig strax under 25 % trots att en omfördelning inom en maktsfär eller ytterligare aktieköp skulle ge tillgång till skattefria utdelningar.

Tabell 2 : Exempel där man ej brytt sig om tjugofemprocentsregeln

Företag	Röstandelar (%) för de två största ägarna		Kommentar
Företags-finans	30	24	ABV 24,7 % trots att sfären har 58 %
Protorp	21	21	Skanska och Euroc delar lika och hamnar under 25 %
Rang	24	21	Ikea har stannat under 25 % i detta lilla bolag
Sonesson	24	8	Volvo har lagt sig under 25 %
Swanboard	24	18	ASSI har lagt sig under 25 %

Slutsatsen blir att tjugofemprocentsregeln inte kan ha någon större inverkan på koncentrationen i ägandet och ökningen av det institutionella ägandet i svenskt näringsliv. Argumentet är den höga kostnaden av att inte diversifiera relativt det låga värdet av skattefria utdelningar. Likaså kan man på samma grunder säga att aktiebolagens korsägande inte motiveras av tjugofemprocentsregeln, enär vart och ett av företagen i ett korsägande har sina egna aktieägare att visa upp bästa möjliga resultat för.

Referenser

Bratt J. och Fernström O. (1985), "Deklaration och beskattning" 30:e upplagan

Copeland T. och Weston F. (1983), "Financial Theory and Corporate Policy", Addison Wesley

Hedlund G., Hägg I., Hörnell E. och Rydén B. (1985),"Institutioner som aktieägare", SNS

Johansson S-E. (1978), "Begreppet normal vinst" i Kapitalmarknadsutredningen SOU 1978:11

Rydqvist K. (1986),"The Pricing of Shares with Different Voting Power and the Theory of Oceanic Games", avhandling EFI, Handelshögskolan i Stockholm

Solnik B. (1974), "Why not diversify internationally rather than domestically?" Financial Analysis Journal, July-August 1974, sid 48-52

SIND 1980:5, "Ägandet i det privata näringslivet"

SOU 1977:86,"Företagsbeskattningen"

KUNGL. BIBL.
1988-12-06
STOCKHOLM