

Effekter av olika ägarformer på företagen: En kartläggning av forskningsläget med implikationer för svenska välfärdssektorn

Per Strömberg
Professor i finansiell ekonomi
Handelshögskolan i Stockholm

1. Inledning

Jag har blivit ombedd att skriva en inlägga till Ägarprövningsutredningen (dir. 2012:131). Ägarprövningsutredningen har fått regeringens uppdrag att utreda ”vilka möjliga krav, utöver redan befintliga, som kan och bör ställas på dem som ger och driver företag inom välfärdssektorn. I ett tilläggsdirektiv (dir. 2014:3) gav regeringen utredningen det ytterligare uppdraget att bedöma

- om det är rättsligt möjligt att införa kriterier för vad som ska betraktas som varaktigt ägande i friskolesektorn, och om sådana kriterier även ska gälla andra offentligt finansierade välfärdstjänster
- om det är möjligt och lämpligt att kräva att ett aktiebolag som driver fristående skolverksamhet ska ha ett annat syfte än vinst, såsom att bedriva utbildning av god kvalitet, och hur ett aktiebolags verksamhet skulle påverkas av att bolaget helt eller delvis har ett annat syfte än vinst.

Denna inlägga har till syfte att kartlägga existerande forskning om betydelsen av ägare och ägarformer som är relevant för att besvara dessa frågor. Tyvärr finns det mycket lite empiriska studier av effekten av ägarformer inom välfärdssektorer generellt, och den svenska välfärdssektorn i synnerhet.¹ I denna inlägga kommer jag därför att beskriva den internationella forskningen om betydelsen av ägarformer på företagens verksamhet mer generellt, och framhålla vilka implikationer denna forskning har för den svenska välfärdssektorn.

2. Betydelsen av ägande enligt ekonomisk teori

2.1 Bolagsstyrningsproblemet i ekonomisk teori

Den traditionella analysen av bolagsstyrning (eng.: *corporate governance*), lanserades av Jensen och Meckling (1976) och fokuserar på det principal-agentproblem som uppstår när ägarna (principalerna) delegerar styrningen av företaget till en företagsledning (agenterna). Eftersom företagsledningen kan förväntas handla i egenintresse kan en konflikt uppstå med ägarnas intresse, vilket är att maximera företagets värde. Denna potentiella konflikt kräver att

¹ Rent generellt är det finns ett stort behov av forskning på effekterna av konkurrens inom välfärdssektorn. I en uppmärksammas SNS-studie av konkurrensens konsekvenser i den svenska välfärdssektorn skriver Hartman (2011): ”Den främsta slutsatsen är dock att kunskapsläget inom många områden är anmärkningsvärt begränsat. Därför är det för tidigt att dra någon generell slutsats om hur stor vinst – eller förlust – den ökade konkurrensen har genererat.”

ägarna är engagerade i att övervaka företagsledningen och att de utformar rätt incitament för värdeskapande.

Enligt detta synsätt är den optimala modellen från ett bolagsstyrningsperspektiv att ha koncentrerat ägande, och i idealfallet att ägare och ledning sammanfaller. I en sådan ägarstruktur minimeras per definition agentproblemen mellan ägare och företagsledning.

En viktig anledning till att inte alla företag ägs av en eller ett fåtal ägare är problemen med *kapitalanskaffning och diversifiering*. När företag växer är de oftast i behov av extern finansiering från nya aktieägare, eftersom grundaren har ett begränsat kapital att lägga in i verksamheten. Och även om en ägare hade tillräckligt med kapital för att ensam äga företaget skulle denne därigenom ta på sig en stor risk, eftersom en stor del av förmögenheten nu vore bunden i en och samma investering. Aktiebörsernas huvudsakliga funktion är just att tillåta nya ägare att investera kapital i bolag och att ge företagens grundare möjlighet att diversifiera sin förmögenhet.

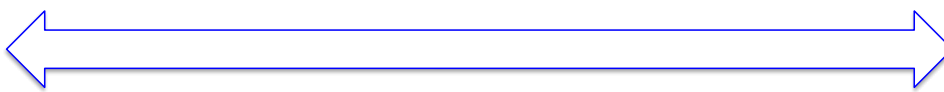
Den andra extrema ägarformen är således det publika börsbolaget med ett stort antal aktieägare, som var och en endast äger en liten del av bolagets aktier. Denna modell är optimal ur ett kapitalkostnadsperspektiv, eftersom ägarna kan uppnå maximal diversifiering i sina portföljer och inte behöver kräva någon extra kompensation för odiversifierad risk och bristande likviditet. Denna ägarmodell leder dock till vad Berle och Means (1932) benämnde separation mellan ägande och kontroll. Företagen leds av professionella företagsledningar med litet eller obefintligt eget ägande, medan enskilda aktieägare vare sig har incitament (eftersom de har ett relativt litet ekonomiskt intresse i bolaget) eller förmåga (eftersom de håller så få röster på bolagsstämman) att engagera sig i styrningen av företaget. I denna ägarmodell blir därför agentkostnaderna av intressekonflikter mellan ägare och ledning som allra störst. Det finns alltså en fundamental motsättning mellan aktivt ägande och diversifiering, eller med andra ord en avvägning mellan agentkostnader och kapitalkostnader.

Den ekonomiska analysen av ägandeformer kan därför förenklat beskrivas som en avvägning mellan stark ägarstyrning – vilket talar för mer koncentrerat ägande – och lägre kapitalkostnad och större tillgång till extern finansiering – vilket talar för mer spritt ägande (se bilden nedan).²

² I företag med spritt ägande finns dock andra mekanismer som kan öka ledningens incitament att maximera företagets värde. En viktig mekanism är konkurrensen på den marknad där företaget verkar. Om konkurrensen är hög på marknaden för företagets produkter och tjänster kommer bolag att slå ut om de inte drivs effektivt och generar tillräcklig vinst, vilket sätter press på bolagsledningen även i avsaknad av en stark ägare. Ett annan sådan mekanism är företagets kapitalstruktur. Ett företag med högre skuldsättning kommer att pressas att generera en högre rörelsevinst för att kunna täcka räntor och amorteringar, vilket också sätter press på bolagsledningen att driva verksamheten effektivt (se exempelvis Jensen, 1986). En tredje mekanism är att knyta ledningens kompensation till företagets värde, genom bonusar och/eller aktiebaserad kompensation. Dessa alternativa mekanismer har dock egna problem och kan därför inte helt ersätta aktivt ägande. Hög skuldsättning kan exempelvis leda till finansiellt obestånd, och att långsiktiga investeringar försummas på bekostnad av att undvika konkurs på kort sikt (se avsnitt 4.3, nedan). I själva verket är aktivt ägande, lånefinansiering, och rörlig

Koncentrerat
ägande

Spritt ägande



+ Stark bolagsstyrning
- Bristande diversifiering / hög
kapitalkostnad

- Svag bolagsstyrning
+ God diversifiering / låg kapitalkostnad

2.2 Förhållandet mellan ägare och andra intressenter

De flesta ekonomiska modeller utgår ifrån att det samhällsekonomiskt optimala är att företag maximerar nuvärdet av framtida vinster (eller kassaflöden), det vill säga maximerar avkastningen på ägarnas kapital. Målet för bolagsstyrningen bör därför vara att se till att ledningen agerar i ägarnas intresse. Denna syn på bolagsstyrning är också dominerande i de många länders bolagsrätt, inklusive den svenska aktiebolagslagen.³ Ledningens ansvar är gentemot aktieägarna; det är aktieägarna som väljer företagets styrelse, som i sin tur tillsätter företagsledningen; aktieägarna är de som röstar om viktigare företagsbeslut (vid bolagsstämman), etc.

En berättigad kritik mot detta synsätt är att det inte bara är aktieägarnas välfärd som påverkas av företagets agerande, utan också andra intressegrupper, såsom anställda, långgivare, kunder, leverantörer, och samhället i stort. Detta kan mycket väl leda till konflikter mellan ägarnas och de andra intressegruppernas intressen. Lägre löner och sämre anställningsförhållanden kanske kan öka ägarnas vinst, på bekostnad av de anställdas välfärd. Företag kan i vissa fall lockas att producera produkter med lägre kvalitet för att öka vinsten, på bekostnad av sina kunder. Företag kan välja att välja produktionsmetoder som skadar miljön för att dessa ger högre vinst, eller försöka minska sina skatter med avancerad skatteplanering, på bekostnad av samhället och skattebetalarna. Det är därför långt ifrån självklart att ett fokus på enbart aktieägarnas vinst nödvändigtvis är samhällsekonomiskt optimalt.⁴

Trots detta dominerar ett vinstmaximerings- och aktieägarfokus bolagsstyrningen i de flesta marknadsekonomier. Det finns ett starkt ekonomiskt motiv för detta, som baseras på ett tvåstegsargument.⁵ Det första steget i argumentet är att en effektiv bolagsstyrning bör baseras på ett klart mål,

ersättning ofta komplement i bolagsstyrningen, exempelvis i riskkapitalägda bolag (se Jensen, 1989).

³ Se Bergström och Samuelson (2012).

⁴ Ett exempel är att aktieägarfokus kan komma på bekostnad av långgivarnas intressen, exempelvis vad gäller incitament att ta risker som gynnar aktieägarna men ökar kreditrisken. Becker och Strömberg (2012) använder ett amerikanskt rättsfall, som marginellt ökade företagsledningens ansvar gentemot långgivarna, som ett naturligt experiment för att identifiera och mäta kostnaden av intressekonflikter mellan aktieägare och långgivare.

⁵ Se Jensen (2001) och Tirole (2001 och 2006, avsnitt 1.8).

så att ledningen kan hållas ansvarig för sina handlingar. Om en företagsledning har till uppgift att tillgodose många olika intressenter kan ledningen i slutändan motivera vilket beslut som helst med hänvisning till att man tillfredsställer en viss intressentgrupp, vilket ger obegränsade möjligheter för ledningen att handla i sitt eget intresse. Slutsatsen är att en effektiv bolagsstyrning förutsätter att företagsledningen hålls ansvarig gentemot en klar intressentgrupp.

Det andra steget i argumentet är att många intressenter kan skydda sina intressen tillräckligt väl via privata kontrakt och/eller lagar och regleringar. Anställdas intressen kan till stor del tillgodoses med anställningskontrakt och arbetsmarknadslagstiftning. Kunder kan välja om de vill köpa en viss vara, och villkoren för köpet kan specificeras i ett kontrakt. En långivare kan skriva ett lånekontrakt som bestämmer ränta och återbetalningsvillkor. Samhället kan använda sig av miljö- och skattelagstiftning för att förhindra utsläpp och skatteflykt. Det finns dock starka skäl att anta att kontrakt och lagstiftning inte är tillräckligt för att tillgodose ägarnas intressen. Ägarna är per definition den intressentgrupp som får "det som blir över" när de andra intressegrupperna erhållit sina kontraktsevenliga rättigheter, det vill säga företagets vinst. Ägarnas intresse är därför att maximera den vinst som blir över när andra intressenter fått sin del, vilket är i princip omöjligt att definiera närmare i ett kontrakt eller i en reglering på ett sätt som tillåter företagsledningen att hållas ansvarig gentemot detta mål.⁶ Det skulle i så fall behövas en möjlighet att skriva ett bindande kontrakt som stoppar dåliga affärsbeslut, är omöjligt i praktiken. Slutsatsen av detta resonemang är därför att ägarna är den svagaste intressentgruppen och därför bör vara den grupp som företagsledningen ska tjäna och vara ansvarig inför.

Detta argument innebär inte att ägarfokus i bolagsstyrningen nödvändigtvis leder till välfärdsmaximering, eftersom de kontrakt och regleringar som skyddar de andra intressenterna inte alltid fungerar friktionsfritt. Anledningen till detta är att parterna vare sig har all relevant information eller kan förutse alla framtida relevanta händelser, vilket gör det omöjligt att skriva perfekta kontrakt. Argumentet är snarare att en bolagsstyrning som fokuserar på ägarnas intressen är det minst dåliga alternativet ("second-best") i en imperfekt värld.

De flesta ekonomer är ense om att vinstmaximering och ägarfokus i bolagsstyrningen är förenligt med högre effektivitet i de flesta situationer och branscher jämfört med alternativa system. De flesta ekonomer är dock lika ense om att offentligt ägande är önskvärt för vissa verksamheter. Detta är verksamheter med stora konflikter mellan ägarnas vinstmaximering och andra intressen, där det är omöjligt att skriva tillräckligt effektiva kontrakt och regleringar för att tillräckligt skydda dessa intressen. Detta är huvudargumentet för offentligt ägande av samhällstjänster som försvar, polis, och domstolsväsende, där det är svårt eller omöjligt att garantera (eller ens specificera) tillräcklig kvalitet i ett kontrakt med en privat utförare (se Hart et al, 1997). Den förbättrade kvaliteten i utförandet av dessa tjänster kommer dock

⁶ På engelska brukar detta benämnas som att aktieägare är så kallade "residual claimants."

till kostnaden av lägre produktivitet, eftersom avsaknaden av vinstintresse ger sämre incitament att minska kostnader och effektivisera verksamheten.

Laffont-Tirole här?

3. Empirisk forskning om olika ägarformers inverkan på bolags verksamhet

Som nämnts är de två centrala aspekterna av ägandeform styrkan i bolagsstyrningen, som bestämmer incitament för ledningen att verka för vinster och effektivitet, och kapitalkostnaden, som avgör företagets tillgång till externt kapital. Olika ägandeformer kan något grovt karakteriseras med avseende på dessa två aspekter, vilket kan sammanfattas i bilden nedan.

		Tillgång till externt kapital	
		Låg	Hög
Vinstincitament och effektivitet	Låg	Ideellt drivna företag	Offentligt ägda företag
	Hög	Familjeföretag med intern ledning	Börsbolag utan huvudägare
		Familjeföretag med extern ledning	
		Entreprenörs- drivna företag	Börsbolag med huvudägare PE-backade bolag

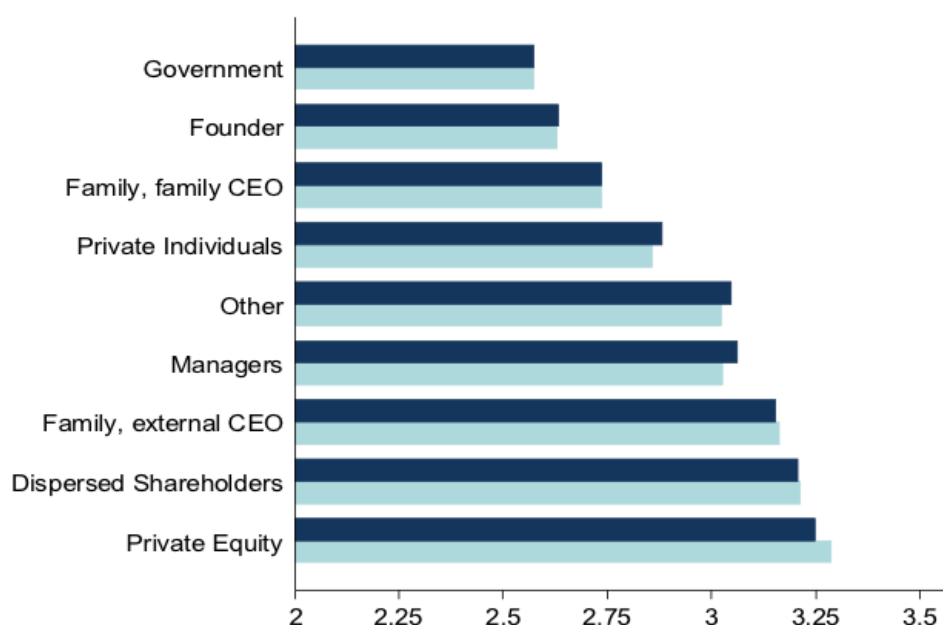
3.1 Offentliga ägare

Offentligt ägda företag kan karakteriseras som låga vinstincitament och hög kapitaltillgång. Som nämnts är ju ett av grundmotiven för offentligt ägande att ett renodlat vinstincitament inte är önskvärt i vissa branscher och verksamheter. Samtidigt backas offentliga verksamheter av statens budget, vilket gör att de typiskt sätt har god tillgång till kapital.

En betydande empirisk litteratur ger belägg för att bristen på vinstincitament i offentligt ägda företag ofta sker på bekostnad av lägre effektivitet (se Megginson och Netter, 2001). Ett exempel på detta är att privatiseringar av offentliga företag typiskt leder till betydande effektivitetsvinster. Förutom bristen på vinstincitament hämmas effektiviteten i verksamheten av att företagets mål kan ändras av politiska beslut. Den goda tillgången till kapital kan ofta i sig leda till

ineffektivitet, eftersom det oftare är lättare för en offentlig ägare att lägga in mer pengar i en förlustbringande verksamhet snarare än att försöka kapa kostnader och effektivisera (vilket benämns problemet med "soft budget constraint"; se Kornai, 1986). Med andra ord kan kapitaltillgången vara "för god" i offentligt ägda företag, därför att en obegränsad tillgång till finansiella resurser tenderar att leda till mindre tryck att effektivisera verksamheten.

Ett exempel på en studie som visar problemen med ineffektivitet i offentligt ägda företag är Bloom et al (2009), som med hjälp av en omfattande internationell survey mäter i vilken mån företag använder sig av effektiva affärsmodeller ("management practices") och relaterar detta till ägandeform.⁷ Bilden nedan sammanfattar resultatet av deras undersökning, där offentligt ("government") ägda företag har lägst rankade affärsmodeller av alla de ägandeformer de studerar.



Note: Sample of 4,221 medium-sized manufacturing firms. The bottom bar-chart only covers the 3696 firms which have been in the same ownership for the last 3 years. The "Other" category includes venture capital, joint-ventures, charitable foundations and unknown ownership.

Källa: Bloom, Sadun, och Van Reenen (2009).

3.2 Börsbolag

Till skillnad från offentligt ägda bolag har börsbolag till syfte att maximera företagets vinster. De kan också karakteriseras som en ägarform med god tillgång till kapital, eftersom en börsnotering möjliggör diversifiering och likviditet för ägarna. Det ställs också högre krav på redovisning och informationsgivning för börsnoterade bolag, vilket ökar transparensen och minskar risken för finansierarna i bolaget. Detta gör det lättare för börsnoterade bolag att få inte bara extern aktiefinansiering utan också lånefinansiering från banker och obligationsmarknader.

⁷ Deras metodologi för att mäta affärsmodeller beskrivs i detalj i Bloom och Van Reenen (2007).

Som redan nämnts kan dock en alltför stor ägarspridning leda till en försvagad bolagsstyrning, vilket minskar ledningens incitament och förmåga att driva företaget effektivt. En mycket omfattande empirisk litteratur har studerat bolagsstyrning i börsbolag, och har dokumenterat ett antal konsekvenser av svag styrning, såsom ineffektivt höga investeringar och olönsamma företagsförvärv (ibland drivna av ledningens privata incitament att öka företagets storlek, s k "empire building"), och lägre vinstmarginaler och produktivitet (se Bolton et al, 2002, för en översikt).

Ett sätt att stärka bolagsstyrningen i börsbolag är att ha en eller flera huvudägare med större aktieposter i bolaget. Dessa huvudägare får tack vare sin större ägarpost både förmåga och incitament att agera aktiva ägare och kontrollera ledningen i företagen. Även här finns en betydande empirisk litteratur, och denna visar att huvudägare kan öka värdet och effektiviteten i företagen i många fall (se Becker et al, 2011) men att det också beror på typ av huvudägare och andra omvärldsfaktorer, såsom bolagslagens utformning, förvärvsregleringar, kapitalstruktur, konkurrens m m. Ett problem är att en huvudägare, exempelvis en grundarfamilj, kan prioritera det privata värdet av kontroll (behålla management inom familjen, betala sig höga styrelsearvoden, stoppa värdeskapande förvärv etc), på bekostnad av minoritetsaktieägarna. Detta har visat sig leda till högre kapitalkostnad och ineffektiviteter för företag i länder med svagt skydd för minoritetsaktieägare (se La Porta et al, 1990).

Ett annan begränsande är att stora ägare på börserna till allt högre grad är institutionella investerare som pensionsfonder och aktiefonder, snarare än individer.⁸ När individuella sparare delegerar sina investeringsbeslut till institutioner samlas större mängder kapital som enklare och billigare kan köpa mer betydande aktieandelar i företag och därigenom kan vara mer aktiva ägare, vilket borde kunna förbättra ägarstyrningen. Men det finns ett antal faktorer som begränsar. Dels leder delegeringen av investeringsbeslut från sparare till institutioner till ett nytt agentproblem. Ansvar på ägarstyrningen ligger nu på tjänstemännen i institutionerna, som kan ha andra primära motiv (som att maximera fondavgifter eller förvaltarbonusar) än att maximera värdet för sina sparare. Dessutom har även de institutionella investerarna ett krav att diversifiera sina portföljer. Även om en institution kan hålla en betydande andel i ett bolag, kräver det stora resurser att vara en aktiv ägare i alla de tusentals bolag man har i sin portfölj.

Den empiriska litteraturen om huvudägares inverkan på ägarstyrningen i börsbolag har följaktligen gett blandade resultat. Exempel på huvudägare som har dokumenterat positiv effekt på ägarstyrningen i börsbolag är familjeägare som tillsatt en extern företagsledning (till skillnad från familjeägare som behåller ledningen i familjen; se t ex Perez-Gonzalez 2006, samt Villalonga och Amit

⁸ Andelen av Stockholmsbörsen som ägs av institutionella investerare (såsom pensionsfonder, försäkringsbolag, aktiefonder, finansinstitut och utländska institutioner) har vuxit från 36 procent år 1980 till 66 procent år 2011.⁸ Samma trend ses i de flesta länder runt om i världen (Gompers och Metrick 2001).

2006) och så kallade aktivistfonder som specialiserar sig på ägarstyrning (se t ex Becht et al, 2008 och 2014).

Trots ägarstyrningsproblemen kan man dock konstatera att börsbolag är en relativt stark ägarmodell både vad gäller kapitaltillgång och effektivitet. Den tidigare nämnda studien av Bloom et al (2009) visar också att börsbolag ("dispersed ownership" enligt deras karakterisering) rankas högt vad gäller "management practices", konsistent med en hög grad av professionalism i sin affärsverksamhet.

3.3 Privatägda familje- och entreprenörsdrivna bolag

Privata bolag har typiskt sätt endast en eller ett fåtal aktieägare. Detta förenklar naturligtvis problemet med bolagsstyrning, efter som konflikten mellan ägare och ledning per definition elimineras. Kostnaden är dock att dessa bolag har betydligt svårare att resa externt kapital. En anledning är att det svårare för externa finansiärer att få insyn i privata bolag, vilket ökar finansiärens risk och minskar investeringsviljan.

Den empiriska forskningen ger också belägg för att familjeägda och privata företag har svårare att få tillgång till kapital än börsbolag, vilket leder till lägre tillväxt, lägre investeringar, och högre sannolikhet för fallisemang exempelvis i en konjunktur nedgång (se exempelvis Tsoutsoura, 2014; Bach, 2013; och Iyer m fl, 2013). En annan dokumenterad konsekvens av kapitalbristen är att mindre privata och familjeägda bolag i många fall har problem att rekrytera extern kompetens (se exempelvis Bloom och Van Reenen (2007), Bloom et al (2009), och Bennedsen et al (2007).

Problemen med tillgång till kapital är särskilt stora för nystartade och mindre bolag, som dels är i ett tillväxtskede och därför har större behov av extern finansiering, och dels är mer riskfyllda investeringar för externa finansiärer, på grund av mindre insyn och obeprövade affärsmodeller. De flesta privata bolag finansieras i första hand av återinvesterade vinster, och i andra hand av bankfinansiering. Andelen finansiering från externt eget kapital är extremt liten för privata bolag, på grund av den höga risken, låga transparensen och avsaknaden av en likvid marknad för bolagets aktier.

Riskkapitalinvesteringar i bolag i tidiga skeden (så kallat *venture capital*) har empiriskt visat sig a stora positiva effekter på företagets verksamheter, både i termer av ökad tillväxt och ledningskompetens (se exempelvis Kaplan och Strömberg, 2004); och Hellman och Puri, 2000, 2002). På grund av den höga risken i dessa nystartade verksamheter är endast extremt lovande tillväxtbolag intressanta för riskkapitalfonderna att investera i. Följaktligen är andelen nystartade företag som lyckas erhålla denna typ av riskkapitalfinansiering mycket liten, till och med i USA som har den mest utvecklade *venture capital*-marknaden i världen (se Puri och Zarutskie, 2013).

3.4 Riskkapitalägda bolag

De första *private equity*- eller riskkapitalbolagen uppstod i USA i slutet på 1970-talet. Dessa bolag samlade kapital från institutioner och rika privatpersoner till riskkapitalfonder, för att investera i privata företag. Idén var att köpa stora aktieposter, oftast majoritetspositioner, i ett litet antal företag under en begränsad tidsperiod för att öka värdet på dessa och sedan sälja dem med vinst. Dessa riskkapitalbolag kom i två huvudsakliga typer: de som ägnade sig åt *venture capital*, som finansierade tillväxten i nystartade företag; och de som fokuserade på *leveraged buyouts* och köpte etablerade företag (börsbolag, familjebolag eller avknoppningar) för att öka värdet genom aktivt ägande. Denna nya organisationsform kan ses som ett sätt att lösa institutionernas ägarstyrningsdilemma. I stället för att själva försöka utöva en aktiv ägarroll i ett stort antal bolag där de endast äger begränsade innehav, kan de stora institutionerna nu investera en del av sitt kapital i ett antal av riskkapitalbolagens fonder. Genom att samtidigt investera i andra typer av tillgångar, åstadkommer institutionerna en god portföljdiversifiering. Riskkapitalfonderna tar i sin tur dominerande ägarpositioner i ett fåtal företag där de har stora möjligheter att utöva aktivt ägande. Institutionen får därigenom en väldiversifierad portfölj samtidigt som ägarstyrningen delegeras till riskkapitalfondernas förvaltare.

Redan från början hade riskkapitalfonderna en specifik struktur som består än idag (Metrick och Yasuda 2010). Fonderna är strukturerade som kommanditbolag (*Limited Partnerships*) där investerarna (kallade *Limited Partners* eller *LPs*) utfäster en viss mängd kapital till riskkapitalförvaltarna (kallade *General Partners* eller *GPs*) under en period på 10-12 år. Under de första åren i fondens liv, vanligen 5 år, investerar förvaltarna det utfästa kapitalet i ett antal portföljbolag, ofta 10-20 bolag. Riskkapitalfondens strategi är att äga bolagen under 4-7 år och försöka öka deras värde genom tillväxt och effektiviseringar, för att därefter avyttra dem (genom en börsintroduktion eller försäljning) och ge tillbaka intäkterna, minus fondavgifter, till investerarna. En viktig aspekt av modellen är att investerarna låser in sitt utfästa kapital under fondens liv – efter att utfästelsen har gjorts har fondförvaltarna i princip full frihet att investera kapitalet utan inblandning från investerarna, som först får tillbaka sina pengar när portföljbolagen avyttras. Som kompensation för sitt arbete ersätts riskkapitalförvaltarna dels med en fast fondavgift (*management fee*), oftast 1,5-2,5 procent av utfäst kapital, dels erhåller de via en egen investering i fonden en del av den eventuella vinst som fonden skapar (*carried interest*), oftast 20 procent av vinsten givet att en minimumavkastning på 8 procent per år har uppnåtts.⁹ Tanken är att denna *management fee* ska täcka

⁹ Den specifika juridiska strukturen är mer komplicerad. Formellt anlitar GPn ett så kallat rådgivningsbolag för att hjälpa till att göra investeringar och sköta löpande förvaltning, och använder *management fee* för att ersätta rådgivningsbolagets kostnader, inklusive fasta löner till de anställda i rådgivningsbolaget. *Carried interest* betalas däremot ut av GPn som utdelning till sina ägare. GPn ägs i sin tur av ett antal individer som typiskt sätt också är anställda i rådgivningsbolaget, och som själva investerat pengar i riskkapitalfonden via GPn. I slutändan går alltså även *carried interest* till de anställda i rådgivningsbolaget, men nu i form av kapitalvinst på de aktier de äger i GPn. De senaste årens uppmärksammade skattemål har rört huruvida *carried interest* verkligen ska beskattas som kapitalinkomst eller om det snarare ska ses

fondens löpande förvaltningskostnad, medan *carried interest* ska skapa incitament för fondförvaltarna att öka värdet i sina portföljbolag.

Den klassiska teoretiska artikeln om private equity är Jensen (1989), som argumenterar att riskkapitalfonder är en effektiv lösning på ägarstyrningsproblematiken. Styrkan i riskkapitalmodellen bygger enligt Jensen dels på de starka incitamenten för fondförvaltarna att skapa värde tack vare den höga vinstdelningen, dels på att riskkapitalfonderna tack vare sitt koncentrerade ägande i företagen kan skapa en effektiv ägarstyrningsmodell. Denna modell bygger på tre centrala delar. Den första delen är ägarstyrningen, där styrelserna i riskkapitalägda företag tenderar att vara mindre och mer aktiva än i de typiska börsbolagen.¹⁰ Dessutom dominerar styrelserna av personer med ett starkt ekonomiskt intresse i företaget – fondförvaltarna själva, industriella experter knutna till fonderna samt företagsledningen. Ledningen förutsätts dessutom investera en stor del av sin egen förmögenhet i företaget, och deras kompensation kopplas till stor del till företagets värdeutveckling. Eftersom riskkapitalfonden har röstmajoriteten i bolaget kan de också enklare byta ut företagsledningen och styrelsen om detta skulle vara befogat.¹¹

Den andra delen är kapitalstrukturen. I *leveraged buyout*-transaktioner betalas förvärven endast till en mindre del med riskkapitalfondens egna kapital, medan huvuddelen finansieras via lån från banker och företagsobligationer. Jensen argumenterade att skuldsättning hade viktiga fördelar. Dels minskar den företagets skattebörda, eftersom räntebetalningar till skillnad från utdelningar är avdragsgilla (Miller och Modigliani 1958). Ur ett samhällsperspektiv är detta argument förstået problematiskt, eftersom samhället bär kostnaden av lägre skatteintäkter. Ännu viktigare enligt Jensen är dock effekten av skuldsättning på företagets styrning och ledningens incitament. Företag med högre skuldsättning tvingas att vara mer effektiva och rätta till problem i sin verksamhet snabbare, eftersom de annars riskerar att inte kunna täcka sina räntebetalningar och hamna i finansiellt svårigheter. Visserligen måste dessa fördelar avvägas mot kostnaden för företaget av finansiellt obestånd, som likviditetsproblem, underinvesteringar och konkurskostnader. Enligt Jensen (och efterföljande studier, som Graham 2000) är många börsbolag underskuldsatta, eftersom företagsledningarna tenderar att föredra lägre skuldsättning än vad som är optimalt.

Den tredje delen är riskkapitalförvaltarnas egna expertis. Riskkapitalbolag utvecklar över tiden betydande erfarenhet i att äga och utveckla verksamheter och kan därigenom bidra med operationell och strategisk kunskap till sina portföljföretag. Detta kan inkludera egna industriella nätverk av erfarna

som ersättning för riskkapitalförvaltarnas tjänster till fonden och beskattas som inkomst av tjänst.

¹⁰ En uppmärksam studie av Yermack (1996) dokumenterade att börsföretag med mindre styrelser värderades högre av marknaden.

¹¹ Kaplan och Strömberg (2001, 2003) dokumenterar dessa incitaments- och kontrollmekanismer för *venture capital*-investeringar och tolkar dem i skenet av finansiell kontraktsteori. Liknande kontraktsformer återfinns även inom *leverage buyout*-investeringar – se exempelvis Cronqvist och Fahlenbrach (2012).

styrelseledamöter och företagsledare, egna processer för företagsförvärv och omstruktureringar samt förbättrade affärsmodeller (Bloom m fl 2009).

I Kaplan och Strömberg (2009) sammanfattar vi riskkapitalforskningen under de senaste två decennierna och visar att de teoretiska fördelarna med riskkapitalets ägarstyrningsmodell även verkar hålla empiriskt. Den stora majoriteten av studier dokumenterar signifikanta förbättringar i effektivitet, produktivitet, tillväxt, kapitaltillgång och lönsamhet efter att ett företag har köpts av en riskkapitalfond.

Ett problem med riskkapitalägda bolag är dock att skuldsättningen i vissa fall och under vissa perioder tenderar att bli högre än vad som är optimalt för företaget. Ersättningsmodellen med *carried interest* ger GPn 20% av avkastningen på eget kapital, men justerar inte för huruvida avkastningen skapats genom operationellt värdeskapande eller hög skuldsättning. En konsekvens av detta blir att riskkapitalfonder får incitament att öka skuldsättningen i sina förvärv, allt annat lika. Ett antal forskningsstudier har belagt att skuldsättningen i riskkapitalförvärv ofta tenderar att vara högre än vad som kan antas vara optimalt för det förvärvade bolaget, särskilt under perioder med "heta" låneamarknader (se Kaplan och Stein, 1993; och Axelson et al, 2009, 2013), vilket i sin tur leder till en högre risk för finansiellt obestånd i riskkapitalägda bolag. Å andra sidan har studier visat att riskkapitalägare är bättre än andra ägare på att hantera finansiellt obestånd i sina bolag (se Hotchkiss et al, 2014), så från ett samhällsekonomiskt perspektiv kan kostnaderna av överskuldsättning antas vara relativt begränsade och motvägs av de effektivitetsvinster som skapas i bolagen. Det kan dock finnas anledning att särskilt problematisera skuldsättningen inom välfärdssektorn, vilket diskuteras under avsnitt 4.3, nedan.

3.5 Ideellt drivna företag.

Ideellt drivna bolag (*non-profit corporations*) förekommer framför allt i vissa specifika branscher, såsom hälso- och sjukvård, skolor, och välgörenhet. Likt många offentliga verksamheter drivs dessa bolag drivs uttryckligen utan vinstintresse, och kan därför antas ha lägre incitament till att öka den ekonomiska effektiviteten i verksamheten. Å andra sidan är ju hela idén med ideellt drivna verksamheter att fokusera på värden för andra intressenter, och verksamheterna drivs ofta av människor med ett inneboende incitament att leverera dessa värden. Ideella företag kan därför antas vara mer effektiva än offentligt ägda företag att skapa just intressentvärde, exempelvis.

Ideellt drivna bolag kommer dock att ha svårare än andra organisationsformer att få tillgång till externt kapital. Bristen på vinstincitament gör det omöjligt att få in extern finansiering av eget kapital via nya aktieägare, och endast lånefinansiering (och externa donationer) kommer att finnas tillgänglig för dessa bolag. Till skillnad från offentligt drivna bolag backas inte ideella bolag heller av en kommunal eller statlig budget. Bristen på externt kapital begränsar möjligheten för dessa bolag att växa, allt annat lika.

En närliggande bolagsform till de rena ideella bolagen är de så kallade SVB-bolagen, det vill säga aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning. Syftet med dessa bolag är att verksamheten drivs i ett annat syfte än att ge vinst till aktieägarna. Möjligheten till vinstutdelning är därför kraftigt begränsad (till statslåneräntan plus någon procentenhet) och den resterande vinsten skall återinvesteras i bolaget. Ur en ekonomisk synvinkel torde dessa bolag ha mer eller mindre identiska för- och nackdelar som ideella bolag. Medan ett mindre fokus på vinst kan tänkas öka vikten på andra intressentvärden, innebär vinstbegränsningen ett lägre incitament att öka effektiviteten i verksamheten. Möjligheten att få in externt kapital blir också mycket begränsad eftersom en avkastning på nivåer strax över statsskuldräntan säkerligen kommer att understiga ett marknadsmässigt avkastningskrav på eget kapital.¹²

Den empiriska forskningen på ideellt drivna verksamheter är dock relativt begränsad. Inom hälso- och sjukvårdsområdet har ett antal internationella studier jämfört kvaliteten mellan ideella och vinstdrivande verksamheter, där vissa av dessa visar på högre kvalitet inom ideella verksamheter och andra inte (se Bergmans inlägga till utredningen för en sammanfattning).

En närbesläktad ägandeform till ideellt drivna företag är personal- och konsumentkooperativ, vilka ofta, men inte alltid, drivs utan vinstmål. Doucouliagos (1995) sammanfattar 43 publicerade studier av personalkooperativ, som indikerar att de kooperativ som har högre incitament för att skapa vinst (exempelvis genom vinstutdelningsprogram) har högre ekonomisk effektivitet i sin verksamhet.

4. Särskilda aspekter av ägande i välfärdssektorn

Det föregående avsnittet sammanfattade den ekonomiska synen och forskningen på olika ägarformer generellt, särskilt med fokus på ekonomisk effektivitet och tillgång till externt kapital. När dessa insikter appliceras på välfärdssektorn är det dock viktigt att ta hänsyn till de särskilda behov och problem som finns i denna sektor.

En första aspekt är huruvida vinstintresse och ekonomisk effektivitet bör vara ett mål inom välfärdssektorn. Vård, omsorg och skola framhålls ofta som områden där det kan finnas särskilt stor anledning att oroa sig för konflikter mellan vinstmaximering och andra intressen. I synnerhet finns det en oro att vinstintresset kan stå i konflikt med kvaliteten på välfärdstjänsterna.

¹² För att investera i riskfyllda tillgångar kräver investerarna en riskpremie utöver en avkastningen riskfri statsobligation (se exempelvis Berk och DeMarzo, 2011). En avkastning på statslåneräntan plus en procentenhet kommer endast att vara tillräcklig för investeringar med extremt låg risk, dvs med en risknivå som är nära riskfria investeringar (som statspapper). Denna storlek på avkastningen torde i de flesta fall signifikant understiga bolagets låneränta, och avkastningskravet på eget kapital kommer i princip alltid att överstiga bolagets låneränta (Modigliani och Miller, 1958).

En andra aspekt att beakta är hur stor vikt bör läggas på att försäkra tillgången av externt kapital i välfärdssektorn, och vilka implikationer detta har för mångfald och konkurrens. Branscher med stort kapitalbehov är ofta förknippade med skalfördelar och kan därför över tiden komma att domineras av större aktörer.

En tredje aspekt är välfärdssektorns särskilda behov av varaktighet i utförandet av tjänsterna. Detta reser frågan om huruvida olika ägarformer skiljer sig i termer av varaktighet, och vilka åtgärder som kan och bör vidtas, exempelvis i en ägarprövning, för att öka långsiktigheten hos aktörerna.

4.1 Vinstincitament och kvalitet

För de flesta branscher tror vi inte att företagens vinstintresse står i konflikt med konsumentens efterfrågan på kvalitet. Ett företag som levererar produkter som konsumenterna inte vill ha kommer i längden inte att generera vare sig försäljning och vinst. Det finns dock ett antal situationer då marknadsmekanismerna inte nödvändigtvis garanterar att vinst och kvalitet är förenliga.

En första problem uppstår när konsumentens valmöjligheter är begränsade, vilket kan ge producenten ett monopolförhållande gentemot konsumenten. Om det bara finns en skola, vårdcentral, eller äldreboende tillgänglig i en viss kommun kommer dessa att få "kunder" oavsett vilken kvalitet de erbjuder.

En andra problem är att det i vissa situationer kan vara svårt för konsumenten att göra ett korrekt val, även i det fall valmöjligheter finns. En anledning kan vara när kvaliteten är svår att bedöma och mäta för konsumenten, vilket är fallet i många välfärdsbranscher. Det är exempelvis inte alltid lätt att skapa sig en uppfattning om vilken skola eller vårdcentral som erbjuder bäst "kvalitet" när en individ ska välja, och i vissa fall är det till och med svårt att i efterhand bedöma exempelvis om den vård man erhållit som patient varit god eller inte. Även om det offentliga kan försöka hjälpa konsumenten med att mäta kvaliteten i olika välfärdsverksamheter och göra denna information tillgänglig för allmänheten är det ofta svårt att definiera mått som verkligen mäter kvalitet på ett rättvisande sätt. Ett bristfälligt kvalitetsmått kan ofta leda till att utföraren koncentrerar sig på att maximera måttet i sig snarare än verklig kvalitet (se Holmström och Milgrom, 1991; Baker, 1992). Detta problem förvärras i det fall det finns inlåsnings effekter, och en individ har att byta utövare om det visar sig att man inte är tillfreds med den kvalitet som erbjuds i en tjänst.¹³

Ett tredje problem är när individens fria val medför negativa externaliteter på andra aktörer. Ett exempel på detta är så kallad "cream skimming" som kan uppstå exempelvis sjukvården eller skolan, om de "bästa" patienterna eller eleverna tenderar att välja privata aktörer, vilket medför att de "sämre", mer

¹³ Problemet att specificera och mäta kvalitet är förstås ett problem även i en icke-vinstdrivande eller offentlig verksamhet. I vinstdrivande verksamheter uppstår dock ett ytterligare problem i den mån hög vinst står i konflikt med god kvalitet.

resurskrävande individerna hamnar hos den offentliga hälsovården eller skolan. Privata aktörer kan bidra till denna snedfördelning genom att inte erbjuda tillräckliga resurser för de mest krävande eleverna eller patienterna, vilka då kommer att hamna hos den offentliga utövaren. Det kan också finnas en konflikt mellan vad samhället och individen anser vara god kvalitet, vilket gör att individens fria val leder till en suboptimal kvalitetsnivå. Ett exempel på detta är om vissa skolor regelmässigt ger högre betyg än andra. Eftersom föräldrar vill att deras barn ska få högre betyg, blir betygen ett verktyg att konkurrera om elever, med skadlig betygsinflation och orättvis betygssättning som följd.

Om motsättningen mellan vinst och kvalitet blir för stor i en viss sektor är den uppenbara lösningen att inte tillåta vinstdrivande bolag i denna sektor. Frågan om vinstdrivande aktörer ska tillåtas i välfärdssektorn är inte föremål för denna utredning. Det är dock viktigt att framhålla forskning som finns om skillnaden mellan kvalitet i vinstdrivande, ideell och offentlig verksamhet i välfärdssektorn har hittills inga entydiga resultat, vare sig teoretiskt eller empiriskt (se Bergman, 2014). Jag har själv handlett två magisteruppsatser på Handelshögskolan, som jämför kvaliteten inom friskolesektorn (Lundsten och Löfquist, 2011) och äldreboendesektorn (Damberg och Von Heijne, 2013) som jämför vinstdrivande, ideella, och offentliga aktörer i dessa sektorer, med särskilt fokus på riskkapitalägda skolor och boenden. Dessa studier dokumenterar en signifikant högre ekonomisk effektivitet i riskkapitalägda verksamheter, utan signifikanta skillnader i kvalitet (lärartäthet och behörighet mm i skolstudien; brukarundersökningar i äldreboendestudien). Även om dessa studier får anses vara preliminära, understryker de avsaknaden av evidens för stora konflikter mellan vinst och kvalitet i välfärdssektorn, och behovet av mer kunskap och forskning på området. Samtidigt står det klart att ett vinstförbud i välfärden leder till sämre incitament för ekonomiska effektiviseringar och uteblivna privata investeringar i sektorn.

Givet att vi anser att det finns tillräckliga fördelar med vinstdrivande aktörer, implicerar dock argumentet i 2.2 ovan att det är mer effektivt att lösa eventuella intressekonflikter mellan vinst och kvalitet via lagar och regleringar än att ändra målet för företagets styrning till att inkludera fler intressenter. En bolagsstyrning med flera mål – vinst och kvalitet – leder till att det blir omöjligt att hålla företagsledningen ansvarig, i synnerhet givet svårigheten att hitta objektiva och rättvisande kvalitetsmått.

Svårigheten att mäta kvalitet är förstås ett hinder även för reglering och lagstiftning. En mekanism för att säkerställa kvalitet är att få marknadskrafterna att verka mot högre kvalitet via individens egna val av utövare. Regleraren har i dessa fall en viktig roll för att säkerställa att valfriheten fungerar på ett tillfredsställande sätt. För det första förutsätter detta att reell valfrihet faktiskt existerar, och det regleraren måste därför säkerställa att det finns tillräcklig konkurrens i branschen. För det andra en viktig roll för regleraren att bidra med information och uppföljning av kvaliteten i olika verksamheter i den mån det är möjligt, för att göra det möjligt för individer att göra ett informerat val mellan olika utövare.

För att uppnå båda dessa uppdrag har mångfald i ägarformen ett egenvärde, utöver själva antalet verksamheter i branschen. Förutom att en bransch med olika typer av verksamheter i termer av storlek, utbud, och affärsmodeller ger högre valfrihet för konsumenten, förenklar detta också reglerarens problem att mäta kvalitet eftersom flera jämförelseobjekt nu finns. Exempelvis finns ett argument för att ha åtminstone en offentlig aktör kvar i branschen, som ges tillräckliga resurser för att erbjuda tillfredsställande kvalitet och kan fungera som både alternativ och jämförelseobjekt till de privata utövarna (se Allais, 1947). Det kan mycket väl vara så att den offentliga verksamheten bör ersättas högre än motsvarande privata verksamhet, exempelvis därför att de offentliga verksamheterna har mer kostnadskrävande brukare (pga "cream-skimming" effekten ovan). Mångfald mellan olika ägare och verksamhetstyper hjälper regleraren att jämföra både kvalitet och kostnader hos dessa verksamheter, och kan bidra både till kravställande på privata verksamheter och möjlighet till effektivitetsvinster i offentliga verksamheter genom att kopiera privata affärsmodeller.

I vissa fall fungerar dock inte brukarnas valfrihet som kvalitetsmekanism, exempelvis när det endast finns rum för ett begränsat antal aktörer i branschen, eller när kvaliteten är svår att bedöma för brukarna innan de valt och börjat använda tjänsten. I dessa fall måste samhället försöka säkerställa en god avvägning mellan kostnad och kvalitet i ett upphandlingsförfarande. Laffont och Tirole (1989, 1993) analyserar upphandlingsförfaranden i liknande situationer. De visar att det optimala upphandlingsförfarandet typiskt kombinerar ett fast pris (vilket i sig ökar incitamenten att sänka kostnader, men riskerar att leda till övervinster och minskad kvalitet) och ett kostnadspåslag (vilket i sig minskar incitamenten till effektivitetsförbättringar men kan leda till högre incitament att leverera kvalitet).

Regleraren har också en avgörande roll att spela vad gäller övervakning, informationsinhämtning och uppföljning av kvaliteten i olika verksamheter. Även här kan konkurrens och mångfald underlätta kvalitetssäkringen, men i upphandlingsbranscher begränsas detta ofta av den lokala marknadens utrymme för flera aktörer. Komplexiteten i själva upphandlingsförfarandet kan i sig också begränsa antalet aktörer som kan konkurrera i en upphandling, vilket diskuteras nedan i 4.2.

En annan viktig faktor för att förena vinstsyfte med kvalitet är långsiktigheten hos aktörerna på marknaden. Även om en aktör kan öka vinsten genom att dra ned på kvaliteten på kort sikt, straffar detta vinsten på lång sikt då färre individer väljer tjänsten eller upphandlingar förloras. Regleraren kan därför bidra till högre kvalitet genom en ägarprövning som bidrar till att varaktiga aktörer verkar på marknaden, vilka lägger tillräcklig vikt på framtida snarare än kortsiktiga vinster. Forskningen om ägare och varaktighet, och vilka implikationer detta har för en ägarprövning, diskuteras nedan i 4.3.

4.2 Kapitaltillgång, mångfald och konkurrens

En andra viktig aspekt som påverkar lämpliga ägarformer i välfärdssektorn är hur viktiga investeringar och externt kapital är för dessa verksamheter. Å ena sidan kan många välfärdsbranscher karakteriseras som servicebranscher med relativt lågt kapitalbehov, såsom exempelvis personlig assistans och hemtjänst. Detta skulle tala för att mindre vikt bör läggas på kapitalkostnadsaspekten (och större vikt på bolagsstyrningsaspekten) när vi diskuterar lämpliga ägare i dessa branscher. Det finns dock anledning att tro att behovet av externt kapital trots detta kan vara en relevant faktor även i välfärdssektorn, och att detta skiljer sig mellan olika delbranscher i sektorn.

Dels finns det helt klart segment inom välfärdssektorn som är mer kapitalintensiva än andra. Ett exempel är sjukhus, där stora investeringar krävs för medicinsk apparatur och teknik. Även i sektorer som friskolor och äldreboenden kan investeringar i nya anläggningar kräva externt kapital, i den mån dessa anläggningar inte tillhandahålls (och hyrs ut) av stat och kommun. Dels kan det finnas det betydande stordriftsfördelar även i renodlade servicebranscher, exempelvis vad gäller upphandling, marknadsföring, utbildning av personal, utveckling av nya affärs- och produktionsprocesser, och IT-system. För att realisera dessa stordriftsfördelar krävs kapital för att växa verksamheten, exempelvis genom förvärv. Detta är sannolikt ett viktigt skäl till den konsolidering och förvärvsaktivitet som skett inom sektorer som personlig assistans, äldreboenden, och friskolor de senaste åren.

En slutsats av detta är att de typer av ägare med minst tillgång till externt kapital kommer att ha svårare att etablera sig och konkurrera i välfärdssektorer där investeringar och stordriftsfördelar är viktiga, vilket har flera implikationer för statlig reglering.

För det första kommer branscher med stort kapitalbehov och andra stordriftsfördelar tendera att konsolideras över tiden, och domineras av ägare med större tillgång till kapital, såsom riskkapitalbolag och börsbolag. Fördelen med konsolideringen är att större enheter leder till högre effektivitet tack vare att stordriftsfördelar realiseras. Nackdelen är att konkurrensen och mångfalden i ägandet minskar, och brukarnas valfrihet begränsas. I den mån det är viktigt med mångfald i ägartyper är viktigt kan det därför finnas behov av offentliga åtgärder för att göra det möjligt att verka i dessa sektorer, exempelvis genom att förenklade anbudsförfaranden för mindre aktörer, eller bidra med offentlig finansiering för kapitalinvesteringar och anläggningar. Det kommer också att vara viktigt att garantera att se till att lokala monopol inte uppstår som hämmar valfrihet och konkurrens.

För det andra implicerar detta att en garanti av mångfald i ägandet kommer till en ökad kostnad för det offentliga. Ett förenklat upphandlingsförfarande kan leda till att mindre seriösa aktörer kan etablera sig på marknaden. Offentlig finansiering av investeringar ökar kapitalbehovet och anstränger budgeten hos kommuner och landsting. Subventioner av mindre verksamheter kommer till kostnaden av att skalekonomier inte realiseras fullt ut i dessa branscher, vilket leder till lägre ekonomisk effektivitet.

Slutsatsen av detta är att en ägarprövning måste väga för- och nackdelarna av mångfald, och att vikten som bör läggas på att säkerställa mindre aktörer bör se olika ut i olika branscher, beroende på stordriftsfördelarna i sektorn.

4.3 Ägande och varaktighet

Tilläggsdirektivet till ägarprövningsutredningen betonar nödvändigheten av att säkerställa varaktighet i ägandet av bolag i välfärdssektorn. Som tidigare nämnts är varaktighet och långsiktighet viktigt för att minska konflikten mellan vinstmaximering / ägarintresse och kvalitet / brukarintresse.

För att analysera hur önskan om varaktighet hos aktörerna ska påverka ett ägarprövningsförfarande är det viktigt att förstå vilka faktorer som kan leda aktörer till att bli mer eller mindre långsiktiga i sin affärsverksamhet. Från ekonomisk teori och empiri kan man framhålla åtminstone tre faktorer: incitament hos ägare och ledning; den finansiella bärkraften i verksamheten; samt värdet av rykte och renommé hos ägare och ledning.

4.3.1 Varaktighet och ekonomisk bärkraft

Den absolut viktigaste förklaringsfaktorn för långsiktigheten i bolags beslut är huruvida ledningen bedömer att verksamheten är långsiktigt lönsam. För att ett företag ska vilja investera krävs att det belopp som investeras är lägre än det diskonterade värdet av de förväntade framtida kassaflöden som investeringen ger upphov till. Om den långsiktiga lönsamheten går ned kommer företaget att koncentrera sig på att överleva, och fokusera på åtgärder som kan få upp den kortsiktiga lönsamheten, såsom kostnadsbesparingar, neddragning av personal, och liknande. I slutändan kommer ett olönsamt företag att tvingas stänga ned eller gå in konkurs, och lämna marknaden. Detta är i sig ingenting problematiskt, utan snarare själva kärnan i en marknadsekonomi – ineffektiva företag slås ut av mer effektiva företag, vilket leder till högre produktivitet, bättre kapitalallokering, och högre långsiktig tillväxt.

I välfärdsbranscher kan finansiellt obestånd hos ett bolag dock leda till avsevärda kostnader för brukarna, åtminstone under en övergångsperiod. Kostnadsneddragningar för att klara överlevnaden kommer sannolikt på bekostnad av lägre kvalitet, vilket leder till problem när brukaren inte kan byta utförare på grund av bristande konkurrens eller inlåsnings effekter. Ett aktuellt exempel är konkursen i friskolebolaget JB Education, vilket ledde till akuta problem att omplacera de elever som gick i bolagets skolor.

En förutsättning för varaktighet hos aktörerna i sektorn är därför att verksamheten kan ge tillräcklig avkastning på sitt investerade kapital. I den mån det finns stordriftsfördelar i en viss bransch kommer detta att leda till att större aktörer kommer att bli betydligt mer lönsamma än mindre aktörer. Här kan samhällets mål om varaktighet komma i konflikt med målet om mångfald. Samtidigt som samhället vill att brukarna ska kunna välja mellan både större och

mindre utövare, kommer de små aktörerna att ha svårare att generera lönsamhet i sin verksamhet och löpa större risk att tvingas lämna marknaden.

En annan förutsättning för ett bolag ska kunna fatta långsiktiga beslut är en tillräcklig grad av förutsägbarhet i marknaden. Om man inte kan bedöma den långsiktiga lönsamheten i branschen kommer man heller inte att göra några långsiktiga investeringar. En av de största riskerna i välfärdsbranschen är att verksamheten påverkas signifikant av politiska beslut och förändringar i regleringar. Politisk och regleringsmässig osäkerhet förhindrar långsiktiga investeringar i sektor, och det är av stor vikt för varaktigheten hos aktörerna att de regelverk de verkar under är förutsägbara och långsiktiga. Med avseende på ägarprövningsfrågan implicerar detta att reglerna för ägarprövning, särskilt vad gäller förnyat tillstånd, måste vara tillräckligt förutsägbara för aktörerna i branschen.

4.3.2 Varaktighet och incitament

En teoretisk anledning till att företag agerar mer kortsiktigt än vad som är optimalt för verksamheten är de explicita eller implicita incitamentskontrakten för ledningen. Företagsledningar kan ha incitament att maximera vinsten eller aktievärdet på kort sikt, på grund av kortsiktiga bonusprogram eller aktiebaserad kompensation. Stein (1989) visar exempelvis att sådana kortsiktiga incitament kan uppstå även på rationella kapitalmarknader, på grund av problem med asymmetrisk information. Även om mer långsiktiga kompensationskontrakt skulle motverka kortsiktighet är sådana ofta kostsamma och svåra att implementera, särskilt som det är svårt att knyta ledningen till företaget under en längre tid (se exempelvis Axelson och Baliga, 2009; Edmans m fl, 2012).

Graden av kortsiktighet i företagets agerande beror visserligen främst på ledningens, snarare än ägarnas, agerande och tidshorisont, men långsiktigheten i företagsledningens incitament påverkas i sin tur av ägarnas investeringshorisont, eftersom ägarna bestämmer kompensationskontrakten för ledningen. Vissa teoretiska uppsatser argumenterar att institutionella ägare tenderar att ha korta investeringshorisonter, på grund av principal-agentproblem och asymmetrisk information (Shleifer och Vishny, 1990, 1997), vilket i sin tur kan leda dessa ägare att designa kortsiktiga kompensationskontrakt till företagsledningen. Investerare med kortsiktig investeringshorisont har incitament att styra företagsledningen mot kortsiktiga vinster, om dessa beslut lyckas manipulera aktiepriset på kort sikt och investerarna kan sälja ut innan priset justeras (se Froot m fl, 1992; Bolton m fl, 2006).

Flera empiriska studier har på senare år belagt att företagsledningars tendens att agera kortsiktigt är korrelerat med ägarnas investeringshorisont. I princip all denna evidens kommer från studier av amerikanska börsnoterade bolag. Graham m fl (2005) presenterar surveydata som visar 78% av amerikanska företagsledare någon gång anser sig ha offrat långsiktigt värdeskapande för att kunna visa kortsiktiga vinster. Flera empiriska studier studerar investeringar i

forskning och utveckling, och patent, eftersom detta är investeringar som endast ger upphov till vinster många år fram i tiden, och därför borde vara den typ av investeringar som en kortsiktig ledning skulle ha störst incitament att minska. Gopalan m fl (2013) och Edmans m fl (2014) belägger att kortsiktiga incitamentsprogram i börsbolag är associerade med lägre investeringar i forskning och utveckling och mer manipulation av kortsiktiga vinster. Bushee (1998) och Aghion m fl (2013) visar vidare att företag med en större andel långsiktiga institutionella investerare investerar mer i (långsiktiga) innovationer och FoU.

Det empiriska belägg som finns för kortsiktighet kommer alltså i första hand från börsnoterade bolag, och indikerar att bolag med mer kortsiktiga ägare och företagsledningar agerar mer kortsiktigt. Det finns relativt mindre empiri från privata företag, mycket på grund av bristen på finansiella data för dessa. Asker m fl (2011) jämför investeringsbeteendet mellan amerikanska börsnoterade och privata företag och finner visst belägg för mer kortsiktigt beteende hos börsbolagen jämfört med de privata.

En ägarform som ofta beskylls i debatten för kortsiktighet är riskkapitalägda bolag. En kritik mot dessa studier har varit att riskkapitalfonderna, pga att fonderna måste betala tillbaks sitt kapital efter 10-12 år, vilket leder till en investeringshorisont i en given investering på 4-7 år, därför har incitament att prioritera kortsiktiga vinstökningar på bekostnad av långsiktiga investeringar. I Lerner m fl (2011) visar vi dock att långsiktiga investeringar i innovationer och patent – vilka borde vara den typ av investeringar som en kortsiktig investerare skulle ha störst incitament att skära i – inte minskar efter ett riskkapitalförvärv, medan det ekonomiska värdet av dessa investeringar (mätt som patentciteringar) ökar signifikant åren efter transaktionen.

En anledning till att riskkapitalfonder inte verkar bete sig kortsiktigt, trots den begränsade horisonten, är att riskkapitalfondernas investeringshorisont trots all är relativt lång. Strömberg (2008) uppskattar medianlängden i riskkapitalfondernas innehav till runt 6 år, medan motsvarande innehavstider hos institutionella investerare i börsbolag är betydligt mindre än ett år (se Chakrabarty m fl, 2013, för USA; Dias och Ferreira, 2005, för Portugal; och Naes och Oedegaard, 2009, för Norge). En andra anledning är att riskkapitalfondernas avkastning i första hand kommer från eventuella vinster som betalas ut under innehavstiden, utan från värdet av bolaget när det säljs i slutet av innehavsperioden. Detta värde bestäms av hur mycket köparen är villig att betala för bolaget, vilket i sin tur bestäms av nuvärdet av bolagets framtida kassaflöden och vinster. Marknaden för företagsförsäljningar domineras av sofistikerade köpare – andra bolag i samma bransch, eller andra riskkapitalfonder – som gör en omfattande utvärdering i samband med att bolaget säljs, och därför osannolikt låter sig förledas om ett bolag har blåst upp kortsiktiga vinster på bekostnad av långsiktiga värden.

Sammanfattningsvis implicerar dessa resultat att det skulle kunna vara motiverat att beakta ägarstrukturen och incitamenten hos företagsledningen i en ägarprövning. Det skulle exempelvis kunna finnas skäl att bedöma ledningens

incitamentsprogram på ett liknande sätt som finansinspektionen bedömer incitamentsprogram inom den finansiella sektorn. Det finns dock ingen anledning att utesluta vissa typer av ägare, såsom riskkapitalbolag, från sektorn. Vidare torde det vara effektivare att säkerställa att företagsledningens incitamentsprogram inte uppmuntrar till kortsiktighet snarare än reglera ägarnas investeringshorisont.¹⁴ För det första är det företagsledningen som fattar viktigaste besluten i företagen. För det andra skulle en reglering av ägarnas investeringshorisont vara ett alltför trubbigt instrument för att säkerställa varaktighet och ge upphov till en uppsjö nya problem. Företagets kapitalkostnad skulle gå upp signifikant, eftersom ägarna kommer att kräva kompensation för den brist på likviditet som en försäljningsbegränsning skulle innebära. Ett ännu allvarigare problem är att en begränsning av en ägares möjlighet att sälja sina aktier till en ny ägare förhindrar en effektiv omallokering av kapital, och skulle tvinga en dålig ägare att stanna kvar i bolaget. Slutligen är det svårt att se hur en sådan reglering ens skulle kunna utformas vare sig praktiskt eller juridiskt. Särskilt svårt är det att se hur en ägarhorisontbegränsning skulle vara förenlig med en börsnotering av ett bolag.

4.3.3 Varaktighet och kapitalstruktur

Som beskrivits i avsnitt 4.3.1 är den förväntade framtida ekonomiska bärkraften i en verksamhet avgörande för huruvida ledningen agerar långsiktigt eller ej. En viktig aspekt på ekonomisk bärkraft är bolagens skuldsättning. En grundläggande insikt från finansiell teori är att det är viktigt att särskilja lönsamheten i den underliggande verksamheten, eller avkastningen på totalt kapital, från avkastningen på det egna kapitalet, där den senare påverkas av skuldsättningen i bolaget. En ökad skuldsättning verkar som en hävstång på den underliggande lönsamheten i verksamheten. För en given positiv avkastning på det totala kapitalet i den underliggande verksamheten, kommer avkastningen på det egna kapitalet att öka proportionellt med skuldsättningen i bolaget (se Modigliani och Miller, 1958). Dock ökar också även den finansiella risken proportionellt, så att risken i aktieägarnas avkastning ökar också, och den riskjusterade avkastningen är konstant, allt annat lika.

Detta implicerar för det första att aktieägarnas förväntade avkastning ökar med högre skuldsättning, i proportion med den ökade finansiella risken. För det andra ökar naturligtvis risken för att bolaget går i konkurs med högre skuldsättning. Mer specifikt kan även ett bolag med en lönsam underliggande verksamhet hamna i finansiellt obestånd, då de underliggande vinsterna inte är höga nog att betala de löpande lånekostnaderna. Förutom den underliggande ekonomiska bärkraften är alltså en alltför hög skuldsättning ett hot mot långsiktighet och varaktighet i verksamheten.

Även innan ett bolags finansiella problem går långt som konkurs, kan en alltför hög skuldsättning medföra negativa konsekvenser för långsiktigheten i verksamheten. För det första kommer ett bolag med hög skuldsättning att få

¹⁴ Ett exempel på hur kompensationsprogram kan regleras är det nya regelverk och rekommendationer som Finansinspektionen införde för finansiella företag med avseende på bonusprogram m m efter finanskrisen.

problem att få in ytterligare externt kapital, det så kallade "skuldöverhångsproblemet" ("*debt overhang problem*"; se Myers, 1977). En investerare som skjuter till kapital till ett högt skuldsatt bolag kommer att ha svårt att hämta igen investeringen, eftersom det nya kapitalet i första hand går till de existerande långivarna och gör deras lån mindre riskfyllda. Detta medför att högbelånade bolag kommer att ha svårare att finansiera nya långsiktiga investeringar. För det andra kommer aktieägarna i ett högt skuldsatt bolag att ha incitament att öka risken i den underliggande verksamheten, det så kallade "riskskiftningsproblemet" ("*risk shifting problem*"; se Jensen och Meckling, 1976). En högre risk ökar sannolikheten både för högre vinster och högre förluster. En aktieägare i ett bolag som balanserar på randen till obestånd kommer att räddas av högre vinster, medan kostanden av högre förluster i första hand drabbar de långivarna. Med andra ord leder aktieägarnas begränsade nedsida och obegränsade uppsida till högre risktagande, och dessa problem är som värst för bolag nära finansiellt obestånd. Det finns alltså en tendens för högt skuldsatta bolag att ta risker som kan betala av sig på kort sikt, men som riskerar den långsiktiga överlevnaden i bolaget.

Av detta skäl kan det vara motiverat att ha hänsyn till välfärdsbolagens skuldsättning i ägarprövningen. Argumentet är att till skillnad från normala företag, där vi inte anser det nödvändigt att reglera kapitalstrukturen, drabbar finansiellt obestånd hos företaget inte bara investerarna, utan också brukarna och samhället i stort. Detta är ett likartat argument till varför samhället reglerar banker och andra finansiella institutioner, eftersom en bankkonkurs medför betydande negativa externaliteter på individuella sparare och finansiell stabilitet. Graden av externaliteter torde dock skilja sig betydligt mellan olika välfärdssektorer, beroende på brukarnas möjlighet att byta utövare, konkurrens, och inlåsnings effekter, och behovet av reglering av skuldsättning torde därför skilja sig mellan olika sektorer. Det finns dessutom en tendens för vissa ägare, som riskkapitalfonder, att regelmässigt använda en hög skuldsättning i sina investeringar, delvis drivet av deras specifika affärsmodell (se avsnitt 3.4, ovan). Snarare än att utesluta vissa ägare från sektorn, särskilt givet andra fördelar sådana ägare har, är en mer vettig lösning att minska incitamenten eller möjligheten att använda en alltför hög skuldsättning i sina bolag.

Ett generellt förbud mot lån i välfärdsbolag är hur som helst inte önskvärt. Extern finansiering med lånekapital är de facto avsevärt billigare än externt eget kapital för de flesta bolag, dels på grund av skattefördelen av avdragsgilla räntor (som dock är föremål för förändring motiverat av den nya företagskattutredningen), och dels (och ännu viktigare) på grund av att en aktieinvestering är mer riskfylld för en investerare och kräver mer insyn och analys av en investerare än ett lån.¹⁵ Lånefinansiering är i praktiken den enda

¹⁵ Som Modigliani och Miller (1958) visar i sin klassiska artikel är det ingen skillnad på kostnaden för lån och eget kapital i en perfekt, friktionsfri kapitalmarknad utan skatter. Asymmetrisk information och incitamentsproblem gör dock lånefinansiering billigare än extern aktiefinansiering, allt annat lika, liksom skattemässig avdragsrätt för räntor, medan kostnaden av finansiellt obestånd gör lånekapital dyrare. Standardmodellen för optimal kapitalstruktur enligt finansiell teori innebär en avvägning mellan dessa faktorer. Se Myers (2001).

finansieringskällan för de flesta icke-börsnoterade bolag, förutom bolagets återinvesterade vinster och grundarnas egna besparingar.

Det kan därför finnas skäl att reglera den maximala skuldsättningen som ett välfärdsbolag ska tillåtas ha. Ett sätt skulle kunna vara att ställa krav på en viss soliditet för bolag verksamma inom välfärdssektorn, liknande de kapitalkrav som ställs på banker och andra finansiella institutioner. Var denna nivå ska ligga och hur exakt soliditeten ska mätas är dock inte helt okomplicerat. Ett annat sätt skulle kunna vara att bolag verksamma i sektorn tvingas betala en avgift eller försäkringspremie till staten, som täcker kostnaden för samhället att ta över verksamheten vid finansiellt obestånd, liknande de avgifter som banker och finansiella institutioner betalar för att täcka insättningsgarantin. Dessa avgifter kan sättas proportionerligt till bolagets skuldsättning, analogt med insättningsgarantiavgiften, för att ge incitament till högre soliditet.

4.3.4 Varaktighet och renommé

Ytterligare en faktor som påverkar varaktighet och långsiktighet är huruvida den negativa information och publicitet som ett fallissemang medför framtida kostnader, både monetära och personliga, för ledning och ägare.¹⁶ I den mån sådana kostnader finns, verkar detta för att öka långsiktigheten och seriositeten hos ägare och ledning. Ett exempel är att en individs rykte kan skadas av ett bolag där man är ägare eller ledningsperson betar sig oetiskt eller går i konkurs. Ett annat exempel är när en ägare har många olika verksamheter, och ett fallissemang i en verksamhet kan ha negativ inverkan på de andra verksamheterna. Riskkapitalbolag har exempelvis visat sig hantera bolag i finansiellt obestånd bättre än andra ägare. En potentiell anledning till detta är att om en konkurs i ett av deras portföljbolag skulle medföra stora kreditförluster för långivarna, kommer detta att göra det svårare för riskkapitalbolaget att låna för framtida förvärv. Riskkapitalbolaget har därför större incitament än andra ägare att försöka minska kreditförlusterna i sina fallerande bolag (se Hotchkiss m fl, 2014).

Mer generellt kan det antas att mer etablerade ägare, och större företag med mer omfattande verksamhet, har mer att förlora på misskötsel och fallissemang, och därför allt annat lika har större incitament att leverera högre kvalitet och varaktighet i de tjänster de erbjuder. Man kan därför argumentera för att även lägga viss vikt vid dessa faktorer vid en ägarprövning, det vill säga gynna mer etablerade och större företag i ägarprövningen. Återigen kan detta mål dock stå i konflikt med mångfaldsmålet, eftersom dylika krav skulle göra det svårare för nya entreprenörer att etablera sig i marknaden.

¹⁶ Laffont och Tirole (1989) betonar vikten av varaktighet och renommé för att säkerställa kvaliteten i upphandlingar. Ju större vikt en aktör lägger på framtiden, desto större vikt kan huvudmannen / regleraren lägga på ekonomisk effektivitet i upphandlingsförfarandet idag, eftersom ett kontrakt inte kommer att förnyas om den framtida kvaliteten skulle visa sig vara undermålig.

4. Sammanfattning

Jag har i denna inlägga redogjort vilka insikter som ekonomisk och finansiell forskning har om betydelsen av ägande och hur olika ägandeformer påverkar företags verksamhet. Jag har vidare diskuterat några aspekter på ägande som är särskilt relevanta för välfärdssektorn, såsom den potentiella konflikten mellan kvalitet och vinst, vikten av externt kapital och stordriftsfördelar, och vad som påverkar långsiktighet och varaktighet i verksamheten. Jag har även försökt belysa vilka implikationer dessa forskningsinsikter har för hur en ägarprövning bör utformas. Låt mig nu slutligen sammanfatta vad jag anser är några huvudpoänger.

För det första är den kanske allra mest avgörande frågan den som ligger utanför utredningens uppdrag, nämligen huruvida privat, vinstdrivande verksamhet bör tillåtas inom välfärdssektorn. Den ekonomiska analysen av detta problem centrerar runt avvägningen mellan ekonomisk effektivitet och produktivitetsutveckling å ena sidan, och eventuella konflikter mellan ägarnas vinstintresse och andra samhällsintressen å andra sidan. Detta är en komplex fråga, och den relativa avvägningen kommer helt klart att skilja sig mellan olika områden inom välfärdssektorn. Det är dock värt att understryka att det hittills inte finns några signifikanta belägg vare sig från skolektorn eller vård- och omsorgssektorn att vinstdrivande aktörer systematiskt skulle leverera lägre kvalitet än offentliga eller ideella aktörer. Jag delar dock slutsatsen från SNS omfattande studie (Hartman, 2011) att mer forskning och empirisk kunskap behövs på detta område.

För det andra har dock den ekonomiska analysen av ägar- kontra intressentvärde i bolagsstyrningen en viktig implikation för denna utredning, nämligen att det inte är optimalt att utöka ett vinstdrivande bolags ansvar till andra intressenter än aktieägarna. Problemet med ett brett ansvar mot många intressenter är att detta försvagar bolagsstyrningen, och leder i slutändan till att bolag drivs i företagsledningens intresse snarare än ägarnas och intressenternas. Att exempelvis försöka skriva in kvalitetskrav i en bolagsordning är i bästa fall en tandlös åtgärd, givet svårigheterna att mäta och definiera kvalitet, och leder i sämsta till en betydligt sämre bolagsstyrning och kontroll av verksamheten. Lösningen för att motverka att vinstintresset sker på bekostnad av andra intressenter är snarare att sätta rätt spelregler i marknaden via lagar och regleringar. Ägarprövning, kontroll och uppföljning av verksamheterna, transparens- och informationskrav, och upphandlingsförfaranden som beaktar kvalitet och andra samhällsintressen, är viktiga delar av dessa spelregler. Och i den mån lagar och regleringar inte tillräckligt förmår stävja dessa konflikter är lösningen som sagt i så fall att enbart ha offentligt och ideellt drivna verksamheter i sektorn, snarare än att försöka ändra målet för bolagsstyrningen.

För det tredje har olika ägarformer olika för- och nackdelar, och det finns inga starka skäl att utesluta eller missgynna en viss typ av privata ägare från välfärdssektorn. Det kan dock finnas skäl att ta hänsyn till faktorer som påverkar långsiktighet och varaktighet i en ägarprövning. Exempel på detta skulle kunna vara av incitamentsprogrammen för företagsledningen, en granskning av ägare och lednings renommé och seriositet, och ett solvenskrav för välfärdsverksamheter, inspirerat av Finansinspektionens tillståndsprövning för företag inom den finansiella sektorn.

För det fjärde är brukarnas valmöjligheter ett viktigt verktyg för att motverka konflikter mellan vinstintresse och andra intressentvärden. Detta implicerar att mångfald bland olika typer av ägare och verksamhetsformer är ett viktigt mål i sig i välfärdsbranscher. Mångfald bidrar inte bara till konkurrens och valmöjligheter, utan underlättar också samhällets utvärdering av välfärdsverksamheter både med avseende på kvalitet och ekonomisk effektivitet. Dock kan mångfaldsmålet ofta stå i konflikt med andra mål. I branscher med stordriftsfördelar kommer exempelvis mindre, entreprenörs- och familjedrivna bolag vara ekonomiskt ineffektiva och ha svårt att konkurrera, och dessa branscher kommer naturligen komma att domineras av större aktörer. En önskan att få fler mindre aktörer i en marknad kan också medföra problem vad gäller önskan om långsiktighet och varaktighet hos företagen i branschen. Här måste samhället föra en avvägning, och denna avvägning bör se olika ut i olika branscher, beroende på skalfördelar, vikten av varaktighet, och svårigheten att garantera kvaliteten i en viss verksamhet. Oavsett finns det ett argument för att se till att det finns åtminstone ett offentligt drivet alternativ i en given sektor, som ges tillräckliga resurser för att kunna erbjuda tillfredsställande kvalitet.

Referenser

Aghion, Philippe, John Van Reenen, och Luigi Zingales, 2013, "Innovation and institutional ownership," *American Economic Review* 103(1), 277-304.

Allais, Maurice, 1947, "Le Probleme de la Planification Economique dans une Economie Collectiviste," *Kyklos* 2, 48-71.

Asker John, Joan Farre-Mensa, och Alexander Ljungqvist, 2011, "Comparing the investment behavior of public and private firms," manuskript, New York University.

Axelson, Ulf, och Sandeep Baliga, 2009, "Liquidity and manipulation of compensation schemes," *Review of Financial Studies* 22(10), 3907-3939.

Axelson, Ulf, Per Strömberg och Michael Weisbach, 2009, "Why Are Buyouts Leveraged? The Financial Structure of Private Equity Funds", *Journal of Finance*, vol 64, s 1549-1582.

Axelson, Ulf, Tim Jenkinson, Per Strömberg och Michael Weisbach, 2013, "Borrow Cheap, Buy High? The Determinants of Leverage and Pricing in Buyouts", *Journal of Finance* 68(6), 2223-2267.

Bach, Laurent, 2013, "Why are family firms so small? Theory and evidence from France," manuskript, Stockholm School of Economics.

Baker, George, 1991, "Incentive contracts and performance measurement," *Journal of Political Economy* 100(3), 598-614.

Becht, Marco, Patrick Bolton, och Ailsa Röell, 2002, "Corporate governance and control." Ingår i: Constantinides, George, Milton Harris and René Stulz (red), *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland.

Becker, Bo, Henrik Cronqvist, och Rüdiger Fahlenbrach, 2011, "Estimating the effect of large shareholders using a geographic instrument," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46(4), 907-942.

Bergström, Clas, och Per Samuelsson, 2012, *Aktiebolagets grundproblem*. Norstedts Juridik, Stockholm.

Bergman, Mats, 2014, "Ägarprövning." Inlaga till Ägarprövningsutredningen.

Berle, Adolf, och Gardiner Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York.

Berk, Jonathan, och Peter DeMarzo, 2011, *Corporate Finance*. 2:a upplagan. Pearson Education.

Bloom, Nicholas, och John Van Reenen, 2007, "Measuring and explaining management practices across countries," *Quarterly Journal of Economics* 72(4), 1351-1408.

Bloom, Nicholas, Rafaela Sadun och John Van Reenen, 2009, "Do Private Equity Owned Firms Have Better Business Practices?", CEPR discussion paper nr 8235, CEPR, London.

Bolton, Patrick, José Scheinkman, och Wei Xiong, 2006, "Executive compensation and short-termist behavior in speculative markets," *Review of Economic Studies* 73, 577-610.

Boucly, Quentin, David Sraer, och David Thesmar, 2011, "Growth LBOs," *Journal of Financial Economics*.

Bushee, Brian J., 1998, "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior," *Accounting Review* 73(3), 305-333.

Chakrabarty, Bidisha, Pamela Moulton, och Charles Trzcinka, 2013, "Institutional holding periods," manuskript, Cornell University.

Damberg, Sara, och Annie Von Heijne, 2012, "Privatization and leveraged buyouts in the Swedish elderly care sector," Masteruppsats, Institutionen för Finansiell Ekonomi, Handelshögskolan i Stockholm.

Dias, Jorge Diz, och Miguel Ferreira, 2004, "Timing and Holding Periods for Common Stocks: A Duration-Based Analysis," manuskript, Europeiska Centralbanken.

Doucoulagos, Chris, 1995, "Worker participation and productivity in labor-managed and participatory capitalist firms: A meta-analysis," *Industrial and Labor Relations Review* 49(1), 58-.

Edmans, Alex, Vivian Fang, och Katharina Lewellen, 2014, "Equity vesting and managerial myopia," manuskript, London Business School.

Edmans, Alex, Xavier Gabaix, Tomasz Sadzik, och Yuli Sannikov, 2012, "Dynamic CEO compensation," *Journal of Finance* 67(5), 1603-1647.

Edmans, Alex, och Vivek Wadhvani, 2012, "The Effect of Executive Compensation on Firm Performance," *Journal of Finance* 67(5), 1648-1682.

Gopalan, Radhakrishnan, Todd Milbourn, Fenghua Song, och Anjan Thakor, 2013, "Duration of executive compensation," *Journal of Finance*, under publicering.

Graham, John, Campbell Harvey och Shiva Rajgopal, 2005, "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, vol 40, s 3-73.

Hart, Oliver, Andrei Shleifer, och Robert W. Vishny, 1997, "The proper scope of government: Theory and an application to prisons," *Quarterly Journal of Economics* 112(4), 1127-1161.

Hartman, Laura (red.), 2011, *Konkurrensens konsekvenser. Vad händer med svensk välfärd*. SNS Förlag, Stockholm.

Holmström, Bengt, och Paul Milgrom. 1991. "Multitask Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design," *Journal of Law, Economics, and Organization* 7, 24-52.

Hotchkiss Edith, David Smith och Per Strömberg, 2014, "Private Equity and the Resolution of Financial Distress", manuskript, Handelshögskolan i Stockholm.

Iyer, Rajkamal, José-Luis Peydró, Samuel da-Rocha-Lopes, och Antoinette Schoar, 2013, "Interbank liquidity crunch and the firm credit crunch: Evidence from the 2007-2009 crisis," *Review of Financial Studies* 27(1), 347-372.

Jensen, Michael C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, vol 76, s 323-329.

Jensen, Michael C., 1989, "The Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, vol 67, s 61-74.

Jensen, Michael C., 2001, "Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function," *Journal of Applied Corporate Finance* 14(3), 8-21.

Jensen, Michael C., och William H. Meckling, 1976, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure," *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

Kaplan, Steven N., och Jeremy C. Stein, 1993, "The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s," *Quarterly Journal of Economics* 108(2), 313-357.

Kaplan Steven N. och Per Strömberg, 2009, "Leveraged Buyouts and Private Equity", *Journal of Economic Perspectives*, vol 23, s 121-146.

Kornai, Janos, 1986, "The soft budget constraint," *Kyklos* 39(1), 3-30.

Laffont, Jean-Jacques, och Jean Tirole, 1989, "Provision of quality and power of incentive schemes in regulated industries." I volymen: *Equilibrium theory and applications: Proceedings of the sixth international symposium in economic theory and econometrics*. William Barnett m fl (red.), Cambridge University Press.

Laffont, Jean-Jacques, och Jean Tirole, 1993, *A theory of incentives in procurement and regulation*. MIT Press.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer, och Robert Vishny, 2000, "Investor protection and corporate governance," *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.

Lerner, Joshua, Morten Sørensen och Per Strömberg, 2011, "Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation", *Journal of Finance*, vol 66, s 445-477.

Lundsten, Ludvig, och Martin Löfqvist, 2011, "The impact of private equity in the Swedish independent school sector," Masteruppsats, Institutionen för Finansiell Ekonomi, Handelshögskolan i Stockholm.

Meggison, William L., och Jeffrey M. Netter, 2001, "From state to market: A survey of empirical studies on privatization," *Journal of Economic Literature* 39(2), 321-389.

Modigliani, Franco och Merton Miller, 1958, "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment." *American Economic Review* 48, 261-297.

Myers, Stewart, 1977, "Determinants of corporate borrowing," *Journal of Financial Economics* 5, 147-175.

Myers, Stewart, 2001, "Capital structure," *Journal of Economic Perspectives* 15(2), 81-102.

Naes, Randi, och Bernt Arne Oedegaard, 2009, "Liquidity and Asset Pricing: Evidence on the Role of Investor Holding Period," manuskript, University of Stavanger.

Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 1990, "Equilibrium short horizons of investors and firms," *American Economic Review* 80(2), 148-153.

Shleifer, Andrei, and Robert Vishny, 1997, "Limits to arbitrage," *Journal of Finance* 52(1), 35-55.

Stein, Jeremy, 1989, "Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior," *Quarterly Journal of Economics* 104(4), 655-669.

Tirole, Jean, 2001, "Corporate governance," *Econometrica* 69(1), 1-35.

Tirole, Jean, 2006, *The Theory of Corporate Governance*. Princeton University Press, Princeton NJ.

Tsoutsoura, Margarita, 2014, "The effect of succession taxes on family firm investment: Evidence from a natural experiment," *Journal of Finance*, forthcoming.