

Ingemund Hägg, februari 2014

Underlag för intern forskningskonferens vid Företagsekonomiska institutionen i februari 2014

Uppsats under arbete. Kommentarer välkomna. Får ej citeras utan mitt medgivande.

Vilka intressen ska styra bolag?

Läsanvisning

Denna text är **utdrag** ur en uppsats under arbete. Utdraget fokuserar på teorier om bolag och närmare bestämt tre sådana teorier, synsätt eller perspektiv. Vad jag skulle sätta värde på är synpunkter på mina funderingar om shareholder valuesynsätt, stakeholdersynsätt och det synsätt som sätter bolaget som egen person med eget intresse i fokus. Och hur dessa tre synsätt skiljer sig åt och/eller glider ihop. Samt om min tanke att skilja bolaget och företaget åt.

Har det stora noterade aktiebolaget spelat ut sin roll?

Det stora aktiebolaget har spelat ut sin roll – det levererar inte längre någon nytt i samhället. Det behövs alternativ : ”democratic local economic forms” Så skriver Gerald Davis med avseende på USA. (Davis 2013).

Shareholder value – maximering av aktieägarnas förmögenhet - håller inte. Det behövs ett tydligt stakeholderperspektiv som skapar värde för alla legitima stakeholders och då inte enbart i ekonomiska termer. Det menar James Harrison och Andrew Wicks. (Harrison & Wicks 2013).

Det måste utvecklas bolagsformer som skapar aktörer som har åtagande (commitment) i fokus och då i ett långsiktigt perspektiv. Det hävdar Colin Mayer som skissar på vad han kallar trust firms och därvid utgår från aktiebolaget som juridisk och moralisk person. (Mayer 2013).

Aktiebolaget och närmare bestämt stora, aktiemarknadsnoterade aktiebolaget utsätts för granskning och kritik. Så har väl skett i alla tider, i medier, i forskning och i politiken. Men granskningen och kritiken verkar nu ha tagit ny fart som de tre exemplen ovan illustrerar. De pekar på tre olika utvecklingslinjer bort från bolag med shareholder valueperspektiv till bolaget som person med eget intresse och till bolaget som skapare av värden för alla stakeholders, samt till alternativ till bolaget.

Shareholder valuebolaget, stakeholderbolaget och bolaget med eget intresse

I den här uppsatsen – närmast en essä i bemärkelsen försök - diskuterar jag bolaget med eget intresse och då i perspektiv av shareholder valuebolaget och stakeholderbolaget. De alternativ till bolaget som Davis kommer med går jag inte in på. Men visst är det välkommet att nya former för företagande uppstår och prövas och utvecklas. Och det finns ju andra former för företagande än i den kostym som det stora aktiemarknadsnoterade bolaget innebär. Exempelvis partnerskap, kooperativ, private equity för att nämna några. Det kan ju inte heller vara så att dagens former, även om de utvecklas och förändras, blir allena rådande. Mångfald av former och föränderlighet bör ses som positivt. Alla de tre former jag tar upp handlar om aktiebolaget. Detta har formkrav som utvecklats över tiden. I det stora svenska marknadsnoterade aktiebolaget finns följande bolagsorgan: stämman, styrelse, verkställande direktör och revisorer. Till detta kan komma valberedning. Förhållandena mellan dessa organ är reglerade. Hur sedan själva företagandet organiseras inom ramen för bolaget varierar men det brukar finnas inslag av hierarkiska strukturer, organisationsenheter med mera. I Kallifatides mfl. 2010 antas två bolagsstyrningsprocesser (sid 17ff) illustrerade med ett vertikalt med finansiell logik och ett horisontellt med operationell logik. Jag väljer att lägga den förstnämnda i bolagsstyrningslogiken och den andra i företagsstyrningslogiken. Det finns relationer mellan dessa som är viktiga för bådas funktion. Jag utvecklar konsekvenserna av detta val längre fram i essän.

Alla de tre aktiebolagsformerna bygger på sina specifika antaganden, har både fördelar och nackdelar, både styrkor och svagheter. Jag försöker peka på sådana förhållanden i min genomgång av de tre formerna. Alla tre formerna kan ses dels deskriptivt, det vill säga i försök att identifiera hur bolag fungerar i praktiken, dels normativt, det vill säga uppfattningar om hur bolag bör fungera. Jag kommer in på både hur det är och hur jag hävdar att det bör vara. Huvudintresset riktas mot hur bolag bör eller borde kunna fungera, det vill säga ett normativt perspektiv.

Jag använder omväxlande teori, perspektiv, synsätt, ansats när jag behandlar teoretiska grunder för de tre formerna. Jag har valt att genomgående använda termen stakeholder som på svenska närmast är intressent, och shareholder och inte aktieägare.

Shareholder valuebolaget

En grundläggande idé med bolag är bolaget som ett antal lotter, andelar. I idén ligger att lotterna avses ge avkastning till sina innehavare – bolagsmän, aktieägare, dvs. tillgodose intressen hos dessa. Denna idé kan kopplas till så kallat shareholder valueperspektiv som ligger nära synen på aktiebolaget som ett system av kontrakt: ”The private corporation or firm is simply one form a legal fiction which serves as a nexus for contracting relationships” (Jensen & Meckling 1976, sid. 311). Jag nöjer mig här med några få ord om detta välbekanta perspektiv som det ju finns en enorm litteratur om. Mycket förenklat är kärnan att bolaget genom sin ledning¹ ska verka för att maximera aktieägarnas förmögenhet, det vill säga det

¹ Termen ledning låter jag här stå för styrelse och verkställande ledning. Där jag vill skilja ut dessa två bolagsorgan så skriver jag styrelse och verkställande ledning.

som antas vara aktieägarnas intresse. Det är nära kopplat till principal-agentteorin där antas att ledningen (agenten) inte automatiskt verkar för aktieägarnas (principalens) intressen – det finns agentproblem. Dessa hanterar ägarna/principalen genom olika åtgärder i syfte att styra agentens beteende i riktning mot principalens intressen. Denna teori, ofta karakteriserad som kontraktsteoretisk, har haft och har ett stort genomslag i forskning och som underlag för reglering, inte minst i aktiebolagslagar och bolagsstyrningskoder.

Det finns många varianter av shareholder valuebolaget. Kritik har riktats mot synsättet från olika perspektiv. Jag behandlar kritik explicit och implicit i min diskussion om stakeholderperspektiv och bolaget som egen person. Redan här vill jag påstå att den, nog dominerande, inriktning som ser aktieägare som en homogen grupp – att alla aktieägare har samman intressen och kan hanteras som en enda aktör med ett gemensamt intresse har stora svagheter. Det finns omfattande studier som visar att det går att identifiera många olika slag av aktieägare med olika intressen. Parentetiskt kan det påpekas att aktiebolag mycket väl kan ha andra syften än att skapa ekonomiskt välstånd för aktieägarna. Skrivs sådana andra syften in i bolagsordningen är det dessa som ska gälla.

Stakeholderbolaget

Kärnan i stakeholderperspektiv (det finns många varianter) är att bolaget genom sin ledning ska verka för att tillgodose sina stakeholders intressen, inklusive aktieägarna (som en av dessa stakeholders). Aktieägarna har inte prioritet. Stakeholders brukar definieras som grupper eller individers som kan påverka bolagets prestationer eller påverkas av dessa. Stakeholders kan inkludera grupper som anställda, långivare, kunder, leverantörer, stat och kommun. Men urvalet skiftar och brukar spegla dimensioner som legitimitet och makt. I fortsättningen likställer jag stakeholder med det svenska begreppet intressent. Lite godtyckligt väljer jag att här kommentera Harrison & Wicks (2013) som menar att bolaget är till för att tillgodose alla legitima intressenters intressen. De skriver att deras värdeskapandesynsätt innebär “1) recognition of the purpose of a firm, and thus its performance, is based on the amount of value the firm provides to its stakeholders, 2) inclusion of both economic and non-economic factors that provide utility to stakeholders, 3) inclusion of measures for all of a firm’s primary stakeholders, 4) recognition that different stakeholders are likely to value different things....” (Harrison & Wicks, 2013, sid. 112). Performance – det totala värdet – är summan av alla de nyttor som legitima intressenter erhåller. I det här perspektivet duger inte fokusering på shareholder value. Harrison och Wicks talar om legitimate, core, primary stakeholders och är medvetna om att indelningar och antaganden om intressen kan göras på olika sätt. Att ledningarna får stor makt i val av sådant är de medvetna om. Och när de ser likvärdighet mellan intressenter kan det knappast gälla intressenten ledning som ju får en särställning att välja och balansera ”legitima” intressenter.

Bolaget med eget intresse

När det gäller bolaget som egen (juridisk) person (ibland "moral legal person") som ska verka för ett eget bolagsintresse kan koppling göras till ett stewardshipperspektiv. Grunden till en sådan teori återfinns i Davis et. al.(1997). Den ses där som ett alternativ till principal-agentteorin .Agenten – ledningen – styrs av internaliserade motiv (intrinsic motivation), till skillnad från agenteorins antagande om behov av belöningar utifrån (extrinsic motivation) Ett andra antagande är att ledningen identifierar sig med bolaget. Ett tredje antagande är att ledningen använder sig av personlig makt i relationerna i bolaget. Stewardship-teori som förklaring av beteende i bolag bygger sedan på en kultur som betonar förtroende och mindre på kontroll i olika betydelser. Ledningspersoner som stewards är intresserade av att verka för bolagets framgång istället för ett egenintresse av att tillgodose sina egna individuella intressen. Det senare är alltså grundantagandet i shareholder valueperspektiv. Och att tillgodose olika egenintressen ligger i stakeholderperspektiv.

I rättsvetenskaplig teoribildning om ledningens sysslomannaskap med vårdplikt och lojalitetsplikt (fiduciary duties)är fokus på plikt och skyldighet till skillnad från stewardship med sin betoning på förtroende (trust) för den agerandes inriktning mot organisationens mål. Antaganden är här att ledningspersoner ser sig i roller som innebär plikt mot bolaget. Sviker de plikten finns sanktioner inbyggda i aktiebolagslag och annan lagreglering.

Shareholderbolaget, stakeholderbolaget och bolaget som egen person ges i litteraturen mycket olika tolkningar och är inte nödvändigtvis varandra uteslutande. Exempelvis ses ibland stakeholderperspektivet som överordnat, med shareholder value som ingående i det. Ibland ses shareholder value som förenligt med stakeholderansatser då det antas att ledningen måste tillgodose alla "legitima" stakeholders intressen (eller balansera dem) för att maximera shareholder value. Antagande om ledningen som inriktad på egenintresse och stewardship-antagande om ledningens inriktning på bolagets intresse är dock inte förenliga.

Colin Mayer (2013) som ser bolaget som en egen person lägger fokus på bolagets intresse och därmed på själva bolagets utveckling. Han är ytterst kritisk till hur det stora aktiebolaget har utvecklats med sin fokus på shareholder value. Han menar att "shareholder value is an outcome, not an objective. It should not drive corporate policy but be treated as a product of it."

Shareholderperspektiv versus stakeholderperspektiv

Det finns sedan flera decennier en livlig akademisk debatt om shareholderperspektiv och stakeholderperspektiv i karakterisering av aktiebolaget och dess styrning.

Shareholder value-diskussionen tog fart med Jensen & Meckling (1976), dock inte att förglömna Berle & Means (1932). Stakeholderteorin fick sin start med Freeman (1984). Stewardship theory fick genomslag med Donaldson & Davis (1989).

Sternberg (1997) fullständigt skåpar ut stakeholderperspektivet. Sundaram & Inkpen (2004a) och (2004b) argumenterar för en shareholder valueansats. Freeman et.al. (2004) försvarar inte oväntat stakeholderperspektivet, Laplume et.al. (2008) vill komplettera stakeholderansatsen med stewardshipantagandet. Letza et. al. (2008) kritiserar både shareholder value- och stakeholderperspektiven för att vara statiska. Talaulicar (2010) argumenterar för det balanserade bolaget. Alla är skarpa inlägg i debatt om shareholder valueperspektivet och stakeholderperspektivets respektive relevans för bestämning av vad bolag ska vara till för. Grundläggande antaganden i stewardship theory presenteras i Davis mfl. (1997).

I Parmar mfl. (2010) går förespråkare för stakeholderbolaget (bland dem föregångaren Edward Freeman) igenom och bemöter grundläggande kritik mot detta perspektiv. Kritiker hävdar att stakeholdersynsättet innebär att ledningen får det lättare att tillgodose sina egna intressen när fler intressen ska tillgodoses än när enbart shareholder value gäller. Mot detta hävdar Parmar mfl. att det uppstår fler "accountabilities" när flera intressen gör sig gällande, vilket är en styrka. Kritiker hävdar vidare att stakeholdersynsättet främst handlar om fördelning av ekonomiska resurser och innebär konflikt mellan olika intressen. Mot detta hävdar Parmar mfl. att stakeholderperspektiv också handlar om rättvisa processer och åtaganden i bolaget. Kritiker menar att stakeholdersynsättet innebär att alla stakeholders ska behandlas lika. Detta är en felaktig tolkning enligt Parmar mfl. och bolag kan på rättvisande sätt behandla stakeholders olika. Synsättet kräver ändringar i bolagsregleringen, säger kritiker. Men så är inte fallet när det gäller lagstiftning svarar Parmar mfl. Synsättet är en moraldoktrin påstår kritiker. Nej, enligt Parmar mfl, det täcker bara en del av alla moralaspekter som bolagsaktivitet för med sig.

Min slutsats är att shareholderperspektivet är ganska likt stakeholderperspektivet i att det går att identifiera många olika slag av aktieägare liksom många olika slag av stakeholders. Många av de svagheter som anhängare av shareholderbolaget anser vara förknippade med stakeholderbolaget finns också hos den förra formen.

Blandning shareholder valuesynsätt och stakeholdersynsätt. Och frågor om makt och legitimitet

Intressant är att konstatera att det i bolagslagstiftning och kodreglering i olika länder inte kan urskiljas enhetlighet. Shareholder value finns alltid med, men knappast som maximering av ägarnas förmögenhet utan restriktioner. Restriktioner återfinns som ser till att shareholder value inte får ta över bolagets utveckling om det nu skulle uppstå konflikt härvidlag. Restriktioner finns givetvis också i enlighet med principal-agentsynsättet på så sätt att andra intressenters kontraktensliga rättigheter ska tillgodoses (bolaget som ett system av kontrakt) innan vinst kan bestämmas. En ren stakeholderansats finner jag inte, det vill säga en ansats där aktieägare skulle behandlas på samma villkor som andra intressenter. Och där "concern for profits is the result rather than the driver in the process for value creation" (Freeman et. al. 2004, sid 365). Det handlar snarare om enlightened shareholder value även där detta begrepp inte används.

Intressant är att konstatera att ledningen (ibland styrelse och verkställande ledning sammantaget, ibland endast styrelsen) både i Sverige och i andra länder ges stor makt. Alla bolagslagar och kodregleringar lämnar utrymme för ledningens handlingsfrihet. Detta oavsett om det handlar om shareholder value eller stakeholderansats. Det är ledningen som kan påverka hur shareholder value ska tolkas och främjas i shareholder valueansatsen. Det är ledningen som vid inslag av stakeholderperspektiv ska "balansera" de olika intressena. (Jfr Taliclar (2010)). Intressant är föreställningen om "jämbördiga" intressenter" i en sådan balanseringsprocess, något som Svensson & Wijk (2013) förespråkar. Balanseringsuppgiften ger en mycket stor makt åt ledningen, vilket de också skriver. Och "Styrelsen (liksom verkställande ledningen) är i detta sammanhang en arena för kompromisser och förhandlingar mellan olika intressen" (Svensson & Wijk, 2013). Det blir, som jag ser det, styrelse och verkställande ledning som får avgöra vilka intressenter som ska räknas och vilka intressen som därvid ses som legitima och angelägna att främja.² Det är nästan så att makten blir något mindre vid en renodlad shareholder valueansats då endast sådana stakeholderintressen som bidrar till shareholder value får främjas. Därmed inte sagt att ledningen har stor makt totalt sett. Bolaget finns ju i ett sammanhang, i större system, i en omgivning, med marknader, med intermediärer, med reglerare etcetera där aktörer, inklusive andra bolag, kan ha stort inflytande på bolagets utveckling och begränsa dess lednings handlingsutrymmen. Kallifatides mfl 2010 och Nagemson-Ekwall 2012 trycker starkt på bolagsstyrning som inslag i större system (embeddedness). I alla slag av aktiebolag finns en ledning, det går inte att tänka sig aktiebolaget utan en ledning. Att den sedan kan se olika ut är en annan sak. Inte heller går det att tänka sig ett aktiebolag där aktieägarna inte har en nödvändig roll och vissa formella rättigheter.

Från en ganska tydlig idé förkroppsligad i förarbeten för 1848 års aktiebolag och i denna lag har idén om aktiebolaget undergått många förändringar. Och detta är inte unikt för Sverige. Idag återfinns en lång rad ibland konflikterande intressen som inslag i idén med aktiebolaget. Nya slag av reglering har tillkommit utöver aktiebolagslag med inslag av mjuk reglering och självreglering. Det finns åtaganden som aktiebolag gör till olika slag av non-governmental organisations. Reglering och praktik har påverkats av idéer där olika företrädare för olika intressen har tagit fasta på olika inslag i idégrunder. I praktiken har det i sin tur påverkat reglering – och idén med aktiebolaget. En dynamisk utveckling kommer nog att fortsätta med samspelet mellan idé, reglering och praktik, där alltmer komplexa system av reglering blir inslag. Det är egentligen märkligt att aktiebolaget fortlevt i olika slag av ekonomier och därvid i olika skepnader men med vissa grundläggande idéer om intressen som bas – även konflikter mellan shareholder- och stakeholder- och bolagsperspektiven finns och nog i olika skepnader kommer att fortsätta att finnas. Några dödsryckningar hos aktiebolaget kan dock

² Grupperingar av intressen och intressenter är sociala konstruktioner. Varje gruppering innebär antaganden om gemenskap i något avseende och olikhet eller konflikt i andra avseenden. Exempelvis kan en intressentgrupp anställda bestå av personer med olika intressen och där det gemensamma inslaget kan vara mycket begränsat. En person med vissa intressen kan också placeras in i olika intressentgrupper. Och intressenten ägare kan indelas i olika grupper med olika intressen.

inte skönjas i den globaliserade världen om nu inte Gerald Davis förutsägelse om utvecklingen i USA blir sann och sprids över världen. Men det tror jag inte.

I alla tre finns antaganden om intressenter, kategoriseringar, som kan vara mer eller mindre grova. I den enklaste formen av shareholderansatsen ses ägarna som en kategori. Denna kan sedan delas in på olika sätt, exempelvis i stora och små, majoritet och minoritet, institutioner (utländska, inhemska) och icke-institutioner (familjer...), långsiktiga och kortsiktiga, högrisk och lågrisk. Vidare efter voice- och exitbenägenhet där Hedlund mfl (1982) delar in ägare i finansförvaltare, avkastningsmaximerare, omstrukturerare, investerare, rörelseintressenter och lojalister. Kallifatides mfl (2010) och Nachemson-Ekwall (2012) fokuserar på kort- och långsiktighet. Denna dimension och dimensionen exit-voice finner jag mest fruktbar i teoretiskt hänseende samtidigt som de möjliggör empiriska studier. Kallifatides mfl.(2010) och Nachemson –Ekwall 2012 går på ett fruktbart sätt på djupet härvidlag med ingående fallstudier som visar på betydelsen av lång- respektive långsiktighet som mycket betydelsefulla dimensioner för att förstå ägarbeteende. Att mot denna bakgrund se ägare som en enda homogen intressent är då ett mycket starkt och begränsande antagande och relevansen kan ifrågasättas.

I bolagsstyrningsperspektiv där normen i lagar och koder kan vara långsiktighet är det inte säkert att detta tar över i förhållande till kortsiktighet. De kortsiktiga ägarna kan visa sig ha makt och även förmåga att skapa legitimitet för sitt agerande.

I stakeholderansatser blir kategoriseringsproblematiken ännu större. Grova kategoriseringar i tex anställda, kunder, leverantörer kan innebära stora förenklingar med avseende på faktiska intressen hos delgrupper i dessa kategorier. Och en anställd kan ju också ses som intressent med avseende på den funktion den har i bolaget. Återigen frågor om relevans (för vem), legitimitet, effektivitet (i styrning).

Bolaget som egen person med eget intresse

Colin Mayer (2013) understryker att Storbritannien och USA är undantagen i världen med sin fokusering på shareholder value. I en undersökning, som han hänvisar till, med mellan 50 och 100 "middle managers" i varje land, framkommer att i Storbritannien och USA såg runt 75 procent av dessa managers bolaget som till för aktieägarna medan motsvarande siffror för Frankrike och Tyskland var runt 20 procent - andra stakeholders sågs där som de viktiga i företagets syfte. (Mayer 2013, sid. 167).

Han betonar att bolagets eget intresse samspelar med långsiktighet och vill stärka det inflytande som vissa ägare har, de som åtar sig att behålla sina aktier x (exempelvis 10) år fram i tiden. Dessa ska rösträtt i proportion till den tid de lovat att behålla sina aktier. På detta stärkts långsiktigheten vilket är ett bolagsintresse. Noteras bör är att om en aktieägare som åtagit sig att behålla aktierna ett visst antal år ändå vill göra sig av med dem tidigare så uppstår kraftiga ekonomiska sanktioner som drar ned utbytet av försäljningen Det här är mycket intressant och ställer principen om likabehandling av alla aktieägare i blickpunkten.

Mayer vill omformulera den principen: "there needs to be recognition that the equal treatment of shareholders is not synonymous with the equal treatment of shareholding. In fact equal treatment of shareholding is discriminatory between shareholders because those who hold shares for long periods are fundamentally different from those who do not." (Mayer 2013, sid. 213). Det här är något mycket viktigt men kanske inte revolutionerande när det i praktiken ändå görs skillnader mellan olika slag av aktieägare. Mayer exemplifierar långsiktighet med sitt 10-årsförslag. Det är givetvis en godtycklig siffra. Som jag nämnt tidigare är långsiktighet –kortsiktighet inte något som egentligen lämpar sig att sätta årtal på.

Det finns andra förslag för att bidra till långsiktighet än Mayers. Ett exempel är Bolton och Samarna som utvecklar en idé om L-shares (Loyalty shares, Bolton & Samarna 2012). Aktieägare som köper sådana får en extra utdelning eller extra aktie om de behåller sina L-shares under en fastställd tidsperiod – loyalty period. De skulle också kunna få utökad rösträtt.

I bolaget som egen person med bolagets intresse i fokus finner man glidningar i exempelvis tolkning av Unternehmensinteresse där detta intresse kan innebära viss fokusering på särskilda intressenter. I Mayers förslag till trust company innebär board of trustees att det ovanför ledningen (styrelse och verkställande ledning) finns ett organ som ska se till bolagets intresse (värden) utan att låta detta vara lika med någon slags summering av intressenternas intressen. Men board of trustees blir ju på sätt och vis också en intressent och med medlemmar som kan ha egna intressen. Men ett försök att skapa motmakt är det dock. Långsiktiga ägare som dominerande bland ägarna är heller inte alltid av godo för bolaget. Det kan gå slentrian i sådant ägande till nackdel för bolagets utveckling.

Kan man tänka sig andra försök att påverka maktförhållandena i bolag? Det vill säga utöver att olika stakeholders kan ha olika makt bakom sina krav på att få sina intressen tillgodosedda. Som jag ser det är det svårt när det gäller stakeholderansatser som ju alla tycks bygga på att det är ledningens sak att beakta alla legitima intressenters intressen och balansera dessa. Det kan väl då bara handla om ledningens sammansättning. Och att i den del av en ledning som styrelsen utgör ge plats för alla legitima intressenter förefaller utopiskt. Och att "accountability" skulle kunna utvecklas till kraftfulla motmaktsinstrument att utnyttja av olika intressenter förefaller tveksamt. Men nyckelfrågor är hur ledningens intressen (ledningen kan representera flera delintressen) kan förhålla sig till olika stakeholders intressen och till bolagets intresse. Vi vet från forskning att den till synes enkla teorin om principal-agent inte förklarar verkligheten, agenten kan exempelvis fungera som principal och utöva makt för att få principalen att verka för agentens intressen. Och andra situationsberoende faktorer påverkar detta förhållandet mellan principal och agent. Och stewardshipantaganden med plikt eller förtroende kan också visa sig löst grundade.

”Slutsatser”

/Obs att det är ambitionen att komma fram till slutsatser av följande slag. Ännu alls inte framme!/
/

Slutsatser från denna essä är inte särskilt tydliga som jag ser det. Det rör sig mest om iakttagelser, frågor, antaganden och i bästa fall teorier som inte är prövade. Men ungefär så här skulle jag önska att jag kunde komma fram till:

*Så länge det handlar om aktiebolag är aktieägare stakeholders som alltid finns med i bilden och präglar bolaget och dess styrning. Mer än andra stakeholders. Aktieägare kan ha andra syften än vinst som sitt aktieägarintresse.

*Både shareholder- och stakeholderansatser i bolagsstyrningssammanhang är fortfarande i forskningen i stor utsträckning karakteriserade av grova, förenklade grupperingar när det gäller identifiering av vad som antas vara stakeholders och shareholders. Det rör sig om vaga teorier.

*Shareholder- och stakeholderansatser kan inte på ett fruktbart sätt sättas i motsättning till varandra. Shareholders kan ses som en av flera stakeholderkategorier.

*Tanken att alla stakeholders ska behandlas lika håller inte och bör inte hålla. Exempelvis finns i stora aktiemarknadsbolag shareholders som är olika med avseende på tidshorisonter (lång- versus kortsiktighet) och risk. De bör inte slentrianmässigt behandlas lika.

*Bolaget med eget intresse kan vara ett sätt att mer betona långsiktighet i bolagsstyrning även om egenskaperna långsiktighet – kortsiktighet är problematiska och inte går att mäta i exempelvis antal år.

*Bolaget med eget intresse står inte i motsättning till en önskan från stakeholders att få intressen tillgodosedda i bolag.

*Ledningens ställning, makt och legitimitet är viktiga men också problematiska i shareholdervaluebolag och, stakeholderbolag. Möjligen mindre så i bolag med eget intresse.

*Det behövs teoriutveckling för att hålla isär bolaget från ”företaget”, där stakeholders i förhållande till bolaget kan vara delvis andra än stakeholders i förhållande till företaget och dess organisation. Den punkt där bolag och företag möts är ledningen (styrelse och ännu mer verkställande ledning).

*I teorierna och synsätten är i allmänhet relationerna mellan olika stakeholders och mellan olika bolagsorgan inte enkelriktade. Det rör sig sällan om enkla maktrelationer.

Epilog. Återhållsamhet med regleringar önskvärd

Ett stort problem är alla de försök till reglering genom aktiebolagslagstiftning och koder som pågår i alla länder och internationellt och som – inte alltid avsett – kan leda till likriktning och hämma utveckling av alternativ inom ramen för aktiebolaget och dess styrning.

Det är angeläget att det inte ska finnas hinder för bolag att ha aktier som medför större antal röster per aktie vid åtaganden från ägare om långsiktigt innehav.

Detaljregleringar av exempelvis styrelsesammansättning med goda ledord som ”best practice” kan sätta käppar i hjulet för nya sätt att driva företagande i stora marknadsnoterade aktiebolag och i alternativ till sådana.

Referenser

Berle, A. A. & Means, G. C., 1932, *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan

Blom, Martin och Mats Alvesson, 2013, Leadership on demand: Followers as initiators and inhibitors of managerial leadership. *Scandinavian Journal of Management*. Forthcoming

Bolton, Patrick & Frédéric Samarna, 2012, L-shares: Rewarding long-term investors. *SWF Research Initiative and Amundi –Crédit Agricole Group*

Davis, Gerald, F., 2013, After the corporation, *Politics & Society*, Vol 41, No. 2, 283 - 308

Davis, James H., Schoorman, F. David & Donaldson, Lex, 1997, “Toward a stewardship theory of management”, *Academy of Management Review*, Vol.. 22, No. 1, 20-47

Freeman, R. Edward, 1984, *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman

Freeman, R. Edward, Wicks, Andrew C. & Parmar, Bidhan, 2004, “Stakeholder theory and “The corporate objective revisited” “, 2004, *Organization Science*, Vol. 15, No. 3, 364-369

Förslag till lagar om enklabolag och handelsbolag, om aktiebolag samt om föreningar för ekonomisk verksamhet mm. Afgivna af den dertill i nåder utsedda komité. Stockholm 1890

Harrison, Jeffrey, S. and Andrew C. Wicks, 2013, Stakeholder theory, value, and firm performance, *Business Ethics Quarterly* Vol 23, No. 1, 97 - 124

Hedlund, Gunnar, Hägg, Ingemund, Hörnell, Erik och Bengt Rydén, 1985, *Institutioner som aktieägare. Förvaltare? Industrialister? Klippare?*, Stockholm: Studieförbundet Näringsliv och Samhälle.

Hägg, Ingemund, 2008, *Synpunkter på förslag till reviderad kod för bolagsstyrning. Om bolagets intressen och aktieägarnas intressen*. Remissvar till Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 28 mars 2008

Hägg, Ingemund, 2011, *Comment on: The EU corporate governance framework COM(2011) 164 Green Paper*

Hägg, Ingemund, 2012, *Vad är bolag till för? Vilka intressen ska bolag verka för?* Uppsats under arbete, 10 februari 2012

Jensen, Michael C., Meckling, W. H, 1976, "Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs, and ownership structure", *J. of Financial Economics*. No. 3, 305-360

Kallifatides, Markus, Nachemson-Ekwall, Sophie och Sven-Erik Sjöstrand, 2010, *Corporate governance in modern financial capitalism. Old Mutual's hostile takeover of Skandia*. Cheltenham:Edward Elgar

Kellerman, Barbara, 2013, Leading questions:The end of leadership – redux. *Leadership* Vol 9 (1), 135 - 139

Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m.. II Motiv. SOU 1941:9

Laplume, André O, Sonpar, Karan & Litz, Reginald A., 2008, "Stakeholder theory: Reviewing a theory that moves us", *Journal of Management*, Vol 34, No 6, 1152-1189

Letza, Steve, Xiuping, Sun & Kirkbride, James, 2004, "Shareholding versus stakeholding: a critical review of corporate governance", *Corporate governance*, Vol. 12, No. 3, 242-262

Mayer, Colin, 2013, *Firm commitment. Why the corporation is failing us and how to restore trust in it*. Oxford University Press, Oxford

Nachemson-Ekwall, Sophie, 2013, *An institutional analysis of cross-border hostile takeovers*, Stockholm School of Economics (dissertation)

OECD Principles of corporate governance. OECD 2004

Parmar, B.L., Freeman, R.E., Harrison, J.S., Wicks, A.C., Purnell, L. & Simone de Colle, 2010, Stakeholder theory: The state of the art. *The Academy of Management Annals*, Vol 4 (1), 403-445.

Peterson, Claes, 2007, Aktiebolagets rättsliga natur och tillkomsten av 1848 års aktiebolagslag. I *Liber Amicorum Kjell Å Modéer*. Juristförlaget i Lund

Pinha e Cunha, Miguel, Rego, Arménico, Clegg, Stuart and Pedro Neves, 2013, the case for transcendent followership. *Leadership* Vol 9 (1), 87-106

Regeringens proposition 2004/05:85 *Ny aktiebolagslag*

Stattin, Daniel, 2008, *Företagsstyrning. En studie av aktiebolagsrättens regler om agar- och koncernstyrning*. Universitetsstryckeriet, Uppsala universitet. Andra upplagan

Sternberg, Elaine, "The defects of stakeholder theory", 1997. *Corporate governance*, Vol. 5, No. 1, 3 – 10

Sundaram, Anant K., Inkpen, Andrew C., 2004a, "The corporate objective revisited", *Organization Science*, Vol. 15, No. 3, 350 – 363

Sundaram, Anant K., Inkpen, Andrew C., 2004b, "Stakeholder theory and "The corporate objective revisited": A reply", *Organization Science*, Vol. 15, No. 3, 370-371

Svensson, Claes och Gösta Wijk, 2013, *Från finanskapitalism mot multikapitalism*. Arbetspapper. Ekonomihögskolan, Lunds universitet

Talicular, Till, 2010, "The concept of the balanced company and its implications for corporate governance", *Society and Business Review*, Vol. 5, No. 3, 232-244