

THE JOURNAL
OF THE
ECONOMIC
SOCIETY
OF FINLAND

**E K O N O M I S K A
S A M F U N D E T S
T I D S K R I F T**

INNEHÅLL

BENNY JERN:

**FÖRVALTNING AV INHEMSKA AKTIEFONDER
– EN DEKOMPOSITIONSANALYS**

JOAKIM WESTERHOLM:

**LIKVIDITETENS BETYDELSE VID INITIALEMISSIONER,
OBSERVATIONER FRÅN AKTIEMARKNADEN I FINLAND**

CHRISTER PETERSON:

**MOT ETT INTEGRERAT NORDISKT
SKOGSINDUSTRIELLT KLUSTER**

JERKER JOHNSON:

LAOS – PARTIET OCH MARKNADSEKONOMIN

3

2 0 0 1

ÅRGÅNG 54 TREDJE SERIEN

FI-ISSN 0013-3183

EKONOMISKA SAMFUNDET I FINLAND (grundat 1894)

Samfundets syfte är att underhålla och vidga intresset för den ekonomiska vetenskapen samt arbeta för tillämpningen av denna vetenskap i det ekonomiska livet. Samfundet anordnar diskussioner och föredrag om aktuella ekonomiska ämnen med framträdande personer i näringslivet, den offentliga förvaltningen och den ekonomiska forskningen som inbjudna föredragshållare. Samfundet utger tidskriften Ekonomiska Samfundets Tidskrift. Medlemmar i Ekonomiska Samfundet får tidskriften som medlemsförmån. Ansökan om medlemskap riktas till skattmästaren.

Styrelse: verkst.dir. Philip Aminoff (ordförande), understatssekr. Johnny Åkerholm (vice ordförande), vice verkst.dir. Filip Frankenhäuser, vice verkst.dir. Carl-Johan Granvik, vice verkst.dir. Martin Granholm, forskningsdir. Rita Asplund, koncerndir., kansler Bertil Roslin, prof. Rune Stenbacka.

Sekreterare: ekon.lic. Ingallil Aspholm, Svenska handelshögskolan, Institutionen för handelsrätt, PB 479, 00101 Helsingfors.

Telefon: 09-4313 3225. Telefax: 09-4313 3419. E-post: ingallil.aspholm@shh.fi.

Skattmästare: bankdir. Peter Pomoell, Merita Bank-Senatstorget, 00020 Merita. Telefon: 09-1654 3203. Telefax: 09-1654 2968.

EKONOMISKA SAMFUNDETS TIDSKRIFT (grundad 1913 och åter 1923)

Huvudredaktörer: professor H.C. Blomqvist (Svenska handelshögskolan), professor Stefan Sundgren (Svenska handelshögskolan) och professor Markus Jäntti (Tammerfors universitet)

Ansvarig utgivare: professor H.C. Blomqvist

Associerade redaktörer: pol.lic. Max Arhippainen (Pellervo ekonomiska forskningsinstitut, PTT), prof. Martin Lindell (Svenska handelshögskolan), pol.dr. Peter Nyberg (Finansministeriet), prof. Anders Löflund (Svenska handelshögskolan), docent Rita Asplund (Näringslivets forskningsinstitut, ETLA) och prof. Rune Stenbacka (Svenska handelshögskolan)

Redaktionssekreterare: pol.mag. Susanne Boij (Svenska handelshögskolan)

Artikelbidrag sänds i tre exemplar till någon av redaktörerna. Redaktionens adress:

Professor H.C. Blomqvist, Svenska handelshögskolan, Institutionen för nationalekonomi och ekonomisk politik, PB 479, FIN-00101 Helsingfors.

Telefon: 06-353 3734. Telefax: 06-353 3703. E-post: hblomqvi@wasa.shh.fi.

Professor Stefan Sundgren, Svenska handelshögskolan i Vasa, Institutionen för redovisning, PB 287, 65101 Vasa.

Telefon: 06-353 3727. Telefax: 06-353 3703. E-post: stefan.sundgren@wasa.shh.fi.

Professor Markus Jäntti, Tammerfors universitet, Institutionen för nationalekonomi, 33014 Tammerfors universitet.

Telefon: 03-215 6826. Telefax: 03-215 7254. E-post: markus.jantti@uta.fi.

Manuskripten skall vara utformade i enlighet med Direktiv till skribenter i Ekonomiska Samfundets Tidskrift som publiceras på omslagets insida.

Recensionslitteratur sänds till redaktionssekreteraren, pol.mag. Susanne Boij, Svenska handelshögskolan, PB 479, 00101 Helsingfors.

Telefon: 09-4313 3215. Telefax: 09-4313 3404. E-post: susanne.boij@shh.fi.

Prenumeration: Prenumerationspris 2002 (3 nummer): 25 Euro. Prenumerationen kan göras genom alla tidningsombud och bokhandlar eller direkt genom redaktionssekreteraren, pol.mag. Susanne Boij, adress ovan. Prenumerationen är för ett kalenderår.

Lösnummer och äldre årgångar: Lösnummerpris: 10 Euro. Lösnummer och äldre årgångar erhålls av redaktionssekreteraren, pol.mag. Susanne Boij, adress ovan.

Adressändring: Anmälan om adressändring görs till skattmästaren, bankdir. Peter Pomoell, Merita Bank-Senatstorget, 00020 Merita. Telefon: 09-1654 3203. Telefax: 09-1654 2968.

Annonser: Redaktionssekreteraren, pol.mag. Susanne Boij, adress ovan. Bakpärm 500 Euro, 1/1 sida 330 Euro, 1/2 sida 250 Euro.

Ekonomiska Samfundets Tidskrift utges tre gånger om året av Ekonomiska Samfundet i Finland.

THE JOURNAL OF THE ECONOMIC SOCIETY OF FINLAND (founded 1913 and again 1923)

Editors: Professor H.C. Blomqvist (Swedish School of Economics), Professor Stefan Sundgren (Swedish School of Economics) and Professor Markus Jäntti (University of Tampere)

Editorial Secretary: Susanne Boij (Swedish School of Economics)

Articles should be sent to one of the editors:

Professor H.C. Blomqvist, Swedish School of Economics, Department of Economics, PO Box 479, FIN-00101 Helsinki, Finland.

Professor Stefan Sundgren, Swedish School of Economics, Department of Accounting, PO Box 287, FIN-65101 Vaasa, Finland.

Professor Markus Jäntti, University of Tampere, Department of Economics, Kalevantie 4, 33014 University of Tampere.

Books for review should be sent to:

The Editorial Secretary, Susanne Boij, Swedish School of Economics, PO Box 479, FIN-00101 Helsinki, Finland.

Subscription: Subscription Price 2002 (3 issues): 25 Euro. Orders may be sent to any subscription agent or bookseller or direct to the editorial secretary, Susanne Boij, address above. Subscriptions are supplied on a calendar year basis.

Single Issues and Back Issues: Single Issue Price: 10 Euro. Single issues including back issues are available from the editorial secretary, Susanne Boij, address above.

The Journal of the Economic Society of Finland is published three times a year by The Economic Society of Finland.

EKONOMISKA SAMFUNDETS TIDSKRIFT

THE JOURNAL OF
THE ECONOMIC SOCIETY OF FINLAND

2001 : 3

Huvudredaktörer: Professor *H.C. Blomqvist*
Professor *Stefan Sundgren*
Professor *Markus Jäntti*

Associerade redaktörer: Pol.lic. *Max Arhippainen*
Docent *Rita Asplund*
Professor *Martin Lindell*
Professor *Anders Löflund*
Pol.dr. *Peter Nyberg*
Professor *Rune Stenbacka*

Redaktionssekreterare: Pol.mag. *Susanne Boij*

Editors: Professor *H.C. Blomqvist*
Professor *Stefan Sundgren*
Professor *Markus Jäntti*

Editorial Secretary: *Susanne Boij*

LEDARE	123
---------------------	------------

A R T I K L A R

BENNY JERN: FÖRVALTNING AV INHEMSKA AKTIEFONDER - EN DEKOMPOSITIONSANALYS	125
JOAKIM WESTERHOLM: LIKVIDITETENS BETYDELSE VID INITIALEMISSIONER, OBSERVATIONER FRÅN AKTIEMARKNADEN I FINLAND	135
CHRISTER PETERSON: MOT ETT INTEGRERAT NORDISKT SKOGSINDUSTRIELLT KLUSTER	147
JERKER JOHNSON: LAOS - PARTIET OCH MARKNADSEKONOMIN	161

L E C T I O P R E C U R S O R I A

KAREN SPENS: LOGISTIK I HÄLSOVÅRDSSEKTORN - EN STUDIE AV BLODFÖRSÖRJNINGSNÄTVERKET I FINLAND	166
KENNETH SNELLMAN: IMPERFEKTIONER PÅ ARBETSMARKNADEN OCH INDIVIDERNAS INCITAMENT	171

R E C E N S I O N E R

SUSANNA FELLMAN: FÖREKOMSTEN AV EN DIREKTÖRSPROFESSION. INDUSTRILEDARNAS UTBILDNING OCH KARRIÄR (GÖSTA MICKWITZ)	174
KENNETH SNELLMAN: STUDIES OF APPOINTMENTS AND INCENTIVES UNDER IMPERFECT INFORMATION (TORE ELLINGSEN)	177
URBAN BÄCKSTRÖM: TANKAR OM AKTIESPARANDE (KENNETH HÖGHOLM)	180
MANCUR OLSON: POWER AND PROSPERITY. OUTGROWING COMMUNIST AND CAPITALIST DICTATORSHIPS (HANS C. BLOMQVIST)	182
CONTENTS IN BRIEF	187
INNEHÅLL 2001	188

STEFAN SUNDGREN*

PROFESSOR

UTVECKLINGSTENDENSER INOM REDOVISNINGEN

Vi lever i harmoniseringens tidevarv. Ett förslag som kommer att ha stor betydelse för redovisningen i framförallt börsnoterade företag, men kanske också i icke-börsnoterade företag, är EU-kommissionens rekommendation att internationella redovisningsstandarder (IAS-standarder) skall bli obligatoriska i börsbolags koncernbokslut senast år 2005. Förslaget avgavs i februari i år. Ett syfte med rekommendationen är att förbättra jämförbarheten mellan årsredovisningar och därmed förbättra förutsättningarna för en inre marknad av finansiella tjänster.

Det är ett bra mål. Bättre möjligheter att analysera och jämföra bokslut torde åtminstone i teorin leda till att kapitalmarknaden blir effektivare och företagens kapitalkostnader lägre. I en enkät som riktades till 700 börsnoterade företag stödde 79 procent av ekonomicheferna kommissionens rekommendation. Man framförde främst affärsekonomiska argument för detta. Till exempel, skulle fusioner och förvärv över nationsgränserna, samt finansieringsmöjligheterna och kontakterna med aktieägarna förbättras.¹ Det är svårt att hitta andra negativa effekter med förslaget än att det på kort sikt leder till att företag åsamkas vissa inlärningskostnader. I och för sig kan en åtgärd som bidrar till

en ytterligare globalisering av kapitalmarknaderna leda till att kontrollen över finska företag i större utsträckning hamnar i utländska händer. Ägandestrukturen kan till exempel ha betydelse för investeringar och lokaliseringsbeslut. Men om företag leds av rationella ledare kommer man att placera verksamhet där som den är mest lönsam. En ytterligare globalisering av kapitalmarknaderna och ägande ökar betydelsen av att utveckling och tillverkning av varor och tjänster kan ske på ett kostnadseffektivt sätt i Finland.

Enligt EU-kommissionens förslag skulle medlemsländerna ges möjlighet att utvidga användningen av IAS-standarderna till att gälla också moderbolagets bokslut i börsbolag och till att gälla icke börsnoterade företag. Det skulle knappast vara ändamålsenligt att helt och hållet revidera bokföringslagstiftningen i enlighet med IAS eftersom standarderna är främst gjorda med tanke på stora företag.

Men det finns en del diskrepanser mellan finsk bokföringslag och praxis och IAS-standarder vilka kan komma att uppfattas som problematiska ifall inte bokföringslag och praxis IAS anpassas. Skillnader kan identifieras på tre plan. För det första finns ett fåtal områden med konflikter, eller po-

* *Institutionen för redovisning, Svenska handelshögskolan, Vasa*

¹ *PriceWaterhouseCoopers – International accounting standards in Europe – 2005 or now? citerad i Europeiska gemenskapernas kommission förslag till europaparlamentet och rådets förordning om tillämpning av internationella redovisningsstandarder KOM 2001 (80).*

tentiella konflikter, mellan EU direktiv och finländsk lagstiftning å ena sidan och IAS-standarder å andra sidan. I dylika fall kan man dock förvänta sig att EU-direktiven och den finska bokföringslagen anpassas till IAS-standarderna.

För det andra finns ett stort antal områden där finsk lag och praxis ger andra alternativ än IAS-standarder men där det finns en snittyta. Jag skall ge några exempel. IAS kräver att forskningsutgifter och grundläggningsutgifter kostnadsförs medan dessa kan aktiveras i balansräkningen i Finland. Och i koncernbokslutet i Finland kan man välja om man kapitaliserar ett leasingavtal (d.v.s. tar avtalets värde som tillgång och skuld i balansräkningen) eller om man endast beaktar leasinghyrorna i resultaträkningen. IAS kräver att finansieringsleasingkontrakt skall kapitaliseras. Ett tredje exempel är att man i Finland under vissa förutsättningar får välja om man värderar varulager endast utgående från de rörliga utgifterna eller om man också inkluderar fasta utgifter i lagervärdet. IAS ger ingen dylik valmöjlighet. Det kan komma att uppfattas som problematiskt om icke-börsnoterade bolag kan välja utgående från ett större antal alternativa redovisningsmetoder än börsnoterade bolag.

För det tredje finns områden där reglerna i princip är likadana, men IAS innehåller mera detaljerade regler om hur stadgandet skall tillämpas. Nedskrivningar av tillgångar är ett exempel. Såväl bokföringslagen som IAS-standarder kräver att värdet på en tillgång skall skrivas ned ifall den sannolika inkomsten som tillgången ger är lägre än tillgångens värde i bokföringen. IAS innehåller betydligt mera detaljerade regler om hur man skall beräkna den sannolika framtida inkomsten från tillgången än vad som är fallet i Finland. Det kan knappast vara ändamålsenligt att börsnoterade företag skulle följa betydligt noggrannare anvisningar om hur man skall tolka ett visst stadgande än icke börsnoterade företag.

Det blir intressant att se hurdana lösningar som riksdagen kommer fram till ifråga om lagstiftningen, och bokföringsnämnen ifråga om mera detaljerade anvisningar, för ovan nämnda slag av diskrepanser mellan IAS-standarder och finsk lag och praxis. Det senaste årtiondet karakteriserades av stora förändringar på redovisningens område. Min tippning är nog att vi kommer att få se en hel del förändringar också under kommande år.

FÖRVALTNING AV INHEMSKA AKTIEFONDER — EN DEKOMPOSITIONS- ANALYS

För den som är intresserad av en snabb översikt över de finländska placeringsfondernas prestationer under de senaste åren rekommenderas Helsingfors Fondbörs månatliga fondrapporter.¹ Av dessa framgår inte endast fondernas historiska avkastningar, utan även risknivåer samt prestationsmått där såväl avkastning som risk beaktats. Av januarirapporten år 2001 framgår att de flesta av de fonder som placerat i endast finländska aktier överträffade jämförelseindexet under perioden 1.1–31.12.2000 också sedan marknadsrisken² beaktats. Detta resultat bör ses som uppmuntrande, speciellt som en stor del av den akademiska forskningen på området funnit att fondförvaltare har svårt att överträffa sina jämförelseindex.

I USA får fondförvaltarna stor uppmärksamhet såväl i de många specialtidningarna som i tidningar som når andra än de mest in-

En allt större del av det privata sparandet i Finland har under den senaste tiden koncentrerats till placeringsfonder. I denna studie har de historiska avkastningarna av fonder som som placerat sina medel i Finland spjälkts upp i komponenter som mäter fondförvaltarnas prestationer ur olika aspekter. Undersökningsresultaten tyder på att förvaltarna i allmänhet förmår välja en placeringsinriktning som är långsiktigt lönsam men att de misslyckas med den kort-siktiga timingen av sin placeringsinriktning. Dessutom så tycks förvaltarna besitta en viss förmåga att hitta vinnaraktier sedan placeringsinriktningen väl är given.

bitna fondspararna. Framgångsrika förvaltare hyllas medan de som uppvisar svagare resultat riskerar att på kort varsel hamna ut i kylan. Det är således inte förvånande att största delen av den akademiska forskningen i fondförvaltning är av amerikanskt ursprung. Slutsatserna i de amerikanska undersökningarna har ofta varit rätt så nedslående för fondspararna. Till exempel Gruber (1996) rapporterade att de amerikanska aktiefonderna årligen avkastade 0,65 % sämre än jämförelseindex under perioden 1985–94. Ännu tråkigare är att nettoavkastningarna korrelerade negativt med fondernas kostnadsnivå, d.v.s. de fonder som satsar medel på aktiv analys och förvaltning har lyckats sämre än mera passiva fonder sedan kostnaderna beaktats (se Carhart, 1997).

Medan de ovan citerade författarna har undersökt hur fondandelarnas värde utvecklas, så har andra forskare koncentrerat sig

* Institutionen för finansiell ekonomi och ekonomisk statistik, Svenska handelshögskolan, Vasa

1 Kan laddas ner på internetadressen www.hex.fi/suomi/rahastoyhtiöt/raharapt.html.

2 Med marknadsrisk avses hur mycket fonden samvarierar med marknaden som helhet.

på hur de aktier som ingår i fonderna klarat sig. Dessa forskare har således fokuserat på förvaltarnas förmåga att identifiera högvastande aktier och därför valt att bortse ifrån de direkta och indirekta kostnader som belastar andelsägarna. Artiklar inom denna genre har påvisat att åtminstone de amerikanska förvaltarna tycks besitta förmågan att överträffa marknaden i sina aktieval (se t.ex. Grinblatt och Titman, 1989 och 1993, Daniel et al., 1997 samt Wermers, 1997). Speciellt framgångsrika har förvaltarna av fonder som inriktat sig på snabbväxande branscher varit, med aktier som överträffat index med 2–3 % per år. Förklaringen till detta positiva resultat tycks emellertid snarare ligga i det faktum att aktier i snabbväxande branscher överlag utvecklats väl än i förvaltarnas enskilda aktieval.

Wermers (2000) är den första författaren som på ett systematiskt sätt delar upp fondernas värdestegring i olika komponenter såsom stilval, stiltiming, individuella aktieval givet stil, handelsrelaterade kostnader och förvaltningsavgifter. Ett exempel på stilval i Wermers studie är om en fond valt att specialisera sig på små företag vars aktier har haft en förhållandevis god utveckling det senaste året men vars marknadsvärde ändå är lågt i förhållande till bokföringsvärdet³. En lyckad stiltiming innebär att en fond valt att övergå till aktier med en viss karaktäristika lagom innan en period med hög avkastning för dylika aktier inletts. Wermers fann att de amerikanska aktiefondernas portföljer avkastade i genomsnitt 1,3 % bättre än det breda värdevägda CRSP-indexet under perioden 1975–94. Knappt hälften av denna överstora avkastning kan tillskrivas fondernas stilval och resten de individuella aktievalen. Trots att fondernas portföljer överträffade indexet, låg ändå andelsägarnas nettoavkastning 1 % under index. Den låga avkastning som den likvida delen av fondkapitalet erhållit minskade nämligen andelsägarnas avkastning med 0,7 %-enheter medan transaktionskostnader och förvaltningsavgifter kostade dem 0,8 %-enheter vardera.

Min egen undersökning kan delvis ses som en anpassning av Wermers (2000) metodologi till finländska förhållanden. Min

målsättning har varit att undersöka de finländska fondförvaltarnas prestationer på ett djupare plan än vad som är möjligt om man endast utgår ifrån fondkursdata. Genom att beakta fondernas aktieval kan man på ett helt nytt sätt bedöma förvaltarnas förmåga att fatta de för fondspararna rätta strategiska besluten. Dessutom får man också en klarare bild av hur olika kostnadsposter påverkar nettoavkastningen samt huruvida förvaltarna besitter en placeringsförmåga som motiverar de relativt höga förvaltningskostnaderna.

Den empiriska undersökningen sträcker sig över perioden 1993–2000 och behandlar de fonder som placerar enbart i inhemska aktier. En första slutsats som kan dras utgående från resultaten är att förvaltarna lyckats väl i sina långsiktiga strategival. Detta förhållande kan delvis förklaras med det faktum att många fonder placerat en förhållandevis stor del av kapitalet i teknologisektorn som gav hög avkastning under 90-talet. En annan förklaring är att fonderna i stor utsträckning undvikit de relativt lågt avkastande aktierna utanför fondbörsens huvudlista. Beträffande den kortsiktiga timingen av placeringsinriktningen så är det helt uppenbart att många fonder misslyckades med att hoppa av teknologiboomen innan nedgången inleddes 2000.

Om man tar fondernas placeringsinriktning för given så framgår det att förvaltarna åtminstone i någon utsträckning haft en förmåga att hitta vinnarna inom de olika aktiekategorierna. Den sammansatta bilden av de finländska fondförvaltarnas prestationer under 90-talet blir därmed övervägande positiv och sålunda kan nivån på förvaltningsavgifterna i de flesta fall anses vara motiverad.

Denna artikel inleds med en presentation av undersökningsmaterialet. Därefter presenteras de olika prestationsmått och i samband med denna genomgång också resultatet av den empiriska undersökningen. Även om de mest centrala konklusionerna dragits på basen av test aggregerade över alla undersökta fonder, så har även en på ett subsampel baserad jämförelse mellan olika fonder inkluderats. Artikeln avslutas med en del övergripande slutsatser.

³ Wermers delade in aktierna i hela 125 kategorier utgående från företagets storlek, aktiernas marknadsvärde relativt bokföringsvärdet samt aktiernas historiska avkastningar.

DATA

I denna studie har sammanlagt 18 rena aktiefonder med inhemsk placeringsinriktning undersökts. Således har såväl internationella aktiefonder som blandfonder (med ränteinstrument) och s.k. hedgefonder (med derivatinstrument) utelämnats. Undersökningen sträcker sig över perioden 1993–2000, men p.g.a. svårigheter med att erhålla historisk information om fondernas portföljsammansättning ingår de flesta fonder endast under en begränsad del av denna period. Av *Tabell 2* framgår hur många fonder som inkluderats de olika åren. För att möjliggöra en direkt jämförelse mellan olika fonder så har även ett subsampel skapats baserat på de nio fonder vars portföljer varit kända sedan 1994.⁵

Datat inkluderar månadsavkastningar på fondernas andelar, fondernas portföljsammansättningar (baserat på årsberättelser) samt uppgifter om fondernas provisioner. Vidare ingår månadsavkastningar på aktier noterade på Helsingfors Fondbörs huvudlista likväl som på aktier noterade på övriga listor (tidigare OTC- och mäklarlistan, numera I- och NM/pre-listan) i datasamplet. För att

möjliggöra en undersökning av fondernas placeringsinriktning har aktierna delats upp i fem olika kategorier⁶. För det första har huvudlistans aktier separerats från övriga aktier (denna uppdelning antas spegla skillnader i företagens storlek). Vidare har huvudlistans aktier uppdelats i finansiella aktier (aktier under branschbeteckningarna Bank och finans, Försäkring samt Investeringsbolag), teknologiaktier (Telekommunikation och elektronik) samt industriaktier (övriga branschbeteckningar). För de övriga listornas del har teknologiaktier separerats från övriga aktier. På basen av denna aktieindelning har därefter fem likavägda kategoriindex konstruerats. Årsavkastningar på dessa index framgår av *Tabell 1*.

Enligt lagen om placeringsfonder får en fond placera högst 10 % av sina medel i ett och samma placeringsobjekt. Trots att denna viktbegränsning gäller alla aktier, så har den under de senaste åren främst påverkat fondernas investeringar i de två aktier som haft störst tyngd i HEX-generalindexet: Nokia och Sonera. Övriga aktier ingick under undersökningsperioden med vikter klart under 10 % i fondernas portföljer. Som illustra-

Tabell 1. Årsavkastningar 1993-2000.

År	HEX-ind. general	HEX-ind. portfölj	Fonder	Kategoriavkastningar				
				Stora finans	Stora teknologi*	Stora industri	Små teknologi	Små övriga
1993	90,85 %	-	69,56 %	61,26 %	137,02 %	63,59 %	-14,29 %	57,98 %
1994	16,72 %	-	-0,45 %	-17,13 %	-15,79 %	-8,00 %	17,42 %	-11,92 %
1995	-7,72 %	-	-4,92 %	-36,95 %	11,13 %	-18,00 %	-29,03 %	-30,02 %
1996	46,46 %	43,77 %	36,28 %	78,84 %	90,03 %	60,42 %	-28,31 %	62,95 %
1997	32,31 %	28,77 %	29,52 %	26,83 %	49,17 %	24,78 %	20,59 %	30,93 %
1998	68,52 %	13,62 %	16,76 %	-10,95 %	29,73 %	-9,83 %	-14,16 %	-19,16 %
1999	161,98 %	68,26 %	77,00 %	16,09 %	55,70 %	17,23 %	36,18 %	1,57 %
2000	-10,60 %	-24,86 %	-17,30 %	-6,12 %	-58,17 %	-22,68 %	-66,14 %	-8,30 %
Medeltal	49,81 %	-	25,81 %	13,98 %	37,35 %	13,44 %	-9,72 %	10,50 %

* Exklusive Nokia och Sonera.

4 För att undersöka en fonds prestationer ett visst år med den metod som använts i denna studie så måste man känna till fondens portföljsammansättning två kalenderår tillbaka.

5 Vilka dessa fonder är framgår av Tabell A1. Övriga undersökta fonder är Alfred Berg Small Cap, Conventum Finland (f.d. Arctos Finland), Conventum Futura (f.d. Arctos Futura), Evli Select, Handelsbanken Aktie, Leonia Kasvuosake (f.d. PSP Kasvuosake), Leonia Yhteisösake (f.d. PSP Osake), Mandatum Aktie samt Seligson Fox-Index.

6 Den finländska aktiemarknadens begränsade storlek gör en finare uppdelning oändamålsenlig emedan värdeutvecklingen inom kategorierna då alltför kraftigt skulle påverkas av avkastningen på enskilda aktier.

tion kan nämnas att Nokias och Soneras vikter i det marknadsvärdevägda HEX-generallindexet den 31.8.2000 låg på 68,65 % respektive 8,31 %. De inhemska aktiefondernas avkastningar brukar normalt jämföras med HEX-portföljindexet, där den maximala vikten per aktie är 10 %. I detta index ingick såväl Nokia som Sonera med maxvikten 10 % i augusti år 2000⁷. Det faktum att en del av fondernas avkastning härrör sig från avkastningen på Nokia- och Soneraaktier komplicerar direkta jämförelser mellan fonderna av två orsaker.

För det första är de s.k. specialfonderna (dit t.ex. indexfonderna hör) befriade från kravet att maximalt 10 % får placeras i ett enskilt värdepapper. Dessa fonder har därmed en konkurrensfördel i och med att dom har kunnat utnyttja t.ex. Nokias positiva kursutveckling på ett annat sätt än de normala fonderna. För det andra försvårar metodiken i denna studie även jämförelser mellan normala fonder vars placeringspolitik regleras av den lagstadgade viktbegränsningen. Orsaken till detta är att fondernas placeringsinriktning samt aktieval givet denna placeringsinriktning spelar en viktig roll i undersökningen. Om en viss fond t.ex. väljer att placera 50 % av sina medel i kategorin stora teknologiföretag så kan endast 20 % av medlen placerade i denna kategori investeras i Nokiaaktier. En fond som har endast 10 % placerat i stora teknologiföretag kan däremot

satsa 100 % av denna pott på Nokia. Således har den senare fonden större frihet vid valet av enskilda aktier sedan placeringsinriktningen väl är given.

För att undvika dessa problem har fondernas förmåga att placera de medel som inte satsats i Nokia och Sonera specialgranskats. Som en följd därav har nämnda bolag exkluderats ur kategoriindexet för stora teknologiföretag varefter fondernas val av övriga aktier inom denna kategori har relaterats till detta "reducerade" index. Effekterna av fondernas Nokia- och Sonerainnehav ingår dock i undersökningen som en separat komponent vid sidan av de egentliga placeringsinriktnings- och aktievalskomponenterna. *Figur 1* ger en helhetsbild över hur fondavkastningarna dekomponerats. I det följande genomgår de olika avkastningskomponenterna separat.

FONDERNAS LÅNGSIKTIGA PLACERINGSINRIKTNING

Den avkastning som härrör sig från fondernas långsiktiga placeringsinriktning (*Average style measure, AS*) mäts med följande formel⁸:

$$AS_t = \sum_{j=1}^N w_{j,T-t} R_t^{b_j T-t} \quad (1)$$

där de två tidsindexen t och T står för kalendermånad respektive kalenderår. N motsva-

Avkastning på Nokia- och Sonerainnehav	Indirekta kostnader (IC):
Avkastning relaterad till fondens val av de enskilda aktierna (CS)	– låg avkastning på likvida medel – transaktionskostnader – diskrepans p.g.a. att perfekt portföljmatchning ej möjlig
Avkastning relaterad till fondens timing av placeringsinriktningen (CT)	Förvaltningsprovision (f)
Avkastning relaterad till fondens långsiktiga placeringsinriktning (AS-EWTI)	Tecknings- och inlösningsprovision
Avkastningen på ett likvägt aktieindex som inkluderar alla noterade aktier utom Nokia och Sonera (EWTI)	Fondens nettoavkastning

Figur 1. Schematisk bild över hur fondavkastningarna dekomponerats.

⁷ De två indexens årsavkastningar framgår av Tabell 1. Uppgifter för det nyare portföljindexet finns endast tillgängliga från 1996 och framåt. I tabellen ingår också fondernas genomsnittliga andelsavkastning de olika åren.

⁸ Denna och senare formler bygger på Daniel et al. (1997). Dock bestäms portföljvikterna årsvis i denna undersökning medan de amerikanska fondernas kvartalsrapporter möjliggör viktbestämningar kvartalsvis.

rar det totala antalet aktier som är börsnoterade minus två (Nokia och Sonera). $w_{j,T-2}$ står för aktie j 's vikt i fonden två kalenderår tillbaka. Denna vikt bestäms utgående från fondens årsberättelse för nämnda kalenderår och avser den andel av fondens medel exklusive placeringar i Nokia, Sonera och likvida tillgångar som placerats i aktie j . Faktorn $R_{j,T-2}^b$ mäter avkastningen månad t på den aktiekategori som aktie j tillhörde två kalenderår tillbaka. AS-måttet kan således ses som ett viktat medeltal av de olika kategoriernas genomsnittsavkastningar där vikterna på de olika kategorierna motsvarar de kategorivikter som den undersökta fonden hade två år tillbaka i tiden. Annorlunda uttryckt så ger AS-måttet en uppfattning om hur mycket fonden hade avkastat månad t om den hållit sig till sin "historiska" investeringsstil och dessutom inom varje kategori valt en för kategorin genomsnittligt avkastande mix av aktier.

Ett fiktivt exempel klargör förfaringssättet. Anta att t står för mars månad år 2000 och att vi skall beräkna effekten av placeringsfond X 's långsiktiga placeringsinriktning. Fond X hade i slutet av år 1998 7,2 % av sina medel (utöver de som placerats i Nokia, Sonera och likvida tillgångar) i Stora-Enso aktier. År 1998 klassificerades Stora-Enso som ett stort industriföretag. En term i AS_t -måttet för mars månad år 2000 utgörs därför

av vikten 0,072 multiplicerad med medelavkastningen under mars månad år 2000 på alla aktier i kategorin stora industriaktier.

För att möjliggöra en bedömning av förvaltarnas långsiktiga placeringsstrategier har avkastningen på ett likvägt index (*Equally Weighted Total Index, EWTI*) baserat på alla aktier i datasamplet med undantag av Nokia och Sonera subtraherats från AS-måttet. Som framgår av *Tabell 2* så är genomsnittet på denna differens positivt alla år bortsett från 1997. Sett över hela undersökningsperioden är det positiva genomsnittet även statistiskt säkerställt. Det verkar således som om fondförvaltarna under 90-talet på förhand lyckades identifiera de aktiekategorier som avkastade bättre än aktiemarknaden i genomsnitt. En näraliggande förklaring till detta resultat är att fonderna varit överviktade i teknologiföretag noterade på huvudlistan samtidigt som man undvikit de mera "spekulativa" teknologiaktierna utanför huvudlistan. Som framgår av *Tabell 1* så har de senare t.o.m. haft en negativ genomsnittsavkastning sett över hela undersökningsperioden.

En måhända mera nyanserad bild av undersökningsresultatet erbjuds i *Tabell A1* där de nio fonder för vilka portföljsammansättningen varit känd sedan 1994 presenteras individuellt. Fonderna i denna tabell är rangordnade utgående från fondandelarnas

Tabell 2. Fondportföljernas avkastningskomponenter årsvis.

År	Antal fonder	AS-EWTI	CT	CS
1993	3	2,74 %	0,07 %	-3,65 %
1994	3	1,10 %	0,17 %	1,28 %
1995	7	14,48 %	-0,66 %	12,32 %
1996	9	1,23 %	0,12 %	-12,50 %
1997	9	-3,67 %	0,01 %	1,40 %
1998	10	9,16 %	1,54 %	6,26 %
1999	13	7,99 %	4,97 %	5,51 %
2000	18	4,94 %	-10,96 %	-0,92 %
Medeltal		5,28 % (7,40)**	-1,71 % (-1,80)*	1,49 % (1,23)
AS-EWTI mäter effekten av fondens långsiktiga placeringsinriktning. CT mäter förvaltarens förmåga att tima sin placeringsinriktning. CS är ett mått på förmågan att hitta högavkastande aktier sedan placeringsstilen är given. T-värden inom parentes. * och ** indikerar signifikans på 5 respektive 1 %-nivå.				

genomsnittliga årsavkastning över perioden 1996–2000. Uppenbarligen har fonderna i denna grupp generellt sett lyckats i sina långsiktiga strategival. Dock har den överlag bäst presterande fonden Gyllenberg Small Firm av uppenbara skäl inte tillgodogjort sig de stora teknologiföretagens goda kursutveckling. Denna "svaghet" har emellertid mer än väl kompensrats av en utmärkt förmåga att hitta högavkastande aktier utanför börsens huvudlista.

FONDERNAS TIMINGFÖRMÅGA

Fondförvaltarnas förmåga att tima placeringsinriktningen mäts med *Characteristic Timing (CT)* måttet:

$$CT_t = \sum_{j=1}^N (w_{j,T-1} R_t^{b_{j,T-1}} - w_{j,T-2} R_t^{b_{j,T-2}}) \quad (2)$$

Ett positivt *CT*-värde innebär att förvaltarna på förhand lyckats öka vikten i de aktiekategorier som avkastat bättre än genomsnittet en viss månad t . Således har en kategorimix som är baserad på senaste års fondportfölj avkastat mera den aktuella månaden än en kategorimix baserad på fondportföljen som den såg ut ytterligare ett år tillbaka i tiden. Fondernas genomsnittliga *CT*-värde är en viktig indikator på förvaltarnas placeringsförmåga. Speciellt fonder som är väldiversifierade inom de enskilda aktiekategorierna, d.v.s. har många men relativt små innehav, bör sträva efter en effektiv kategoritiming för att kunna sticka ut ur mängden.

En svaghet med det timingmått som används i denna studie är att informationen om fondernas innehav uppdateras endast en gång om året. Ett alternativt tillvägagångssätt vore därför att ersätta måttet med ett mått som är baserat på fondernas månadsrapporter. Även om fondernas aktieinnehav endast till en viss del framgår av månadsrapporterna⁹ så kunde värdefull information om fondernas timingförmåga på kort sikt erhållas med ett dylikt alternativt mått. Eftersom fondbolagen i varierande grad ger information om sina innehav i månadsrapporterna så

skulle detta nya mått främst kunna utnyttjas till att mäta fondbranschens aggregerade timingförmåga och i mindre utsträckning till att jämföra olika fonder med varandra.

Som framgår av *Tabell 2* hade förvaltarnas eventuella försök att tima aktiekategoriernas vikter i sina fonder inga märkbara vare sig positiva eller negativa effekter på fondernas avkastningar under perioden 1993–97. Under åren 1998 och 1999 märks emellertid en klart positiv timingeffekt som sedan följs av en kraftigt negativ effekt år 2000. Det är knappast alltför långsökt att relatera dessa resultat till den spekulationsbubbla som kraftigt drev upp kurserna på IT- och telekomaktier under slutet av 90-talet för att därefter spricka år 2000. Uppenbarligen så hann de flesta förvaltare inte sälja av sina teknologinnehav i tid.

FÖRVALTARNAS FÖRMÅGA ATT HITTA VINNARAKTIER

Nästa prestationsmått mäter fondförvaltarnas förmåga att hitta aktier vars kursutveckling överträffar utvecklingen för övriga aktier inom samma kategori. Detta mått benämns *Characteristic Selectivity (CS)* och estimeras på följande sätt:

$$CS_t = \sum_{j=1}^N w_{j,T-1} (R_{j,t} - R_t^{b_{j,T-1}}) \quad (3)$$

$R_{j,t}$ avser den faktiska avkastningen för en aktie j (som ingick i portföljen vid slutet av föregående kalenderår med vikten $w_{j,T-1}$) under månaden t . För att erhålla aktiens "överstora" avkastning dras från denna avkastning den genomsnittliga avkastningen på alla aktier i aktiens kategori av. *CS*-måttet mäter, till skillnad från *AS*- och *CT*-måtten, förvaltarnas förmåga att bedöma enskilda företag. Speciellt fonder som tillämpar den så kallade bottom-up-strategin bör sträva efter ett högt genomsnittligt *CS*-värde. Denna strategi förespråkar nämligen att aktier väljs enbart utgående från egna meriter och inte för att fylla ut en på förhand bestämd kvot för en viss kategori. För fonder som använder sig av s.k. top-down förvaltning är däre-

⁹ I månadsrapporterna redovisas normalt endast de t.ex. 15 största innehaven eller alla innehav med en vikt över 1%.

mot *AS*- och *CT*-måttén av relativt sett större betydelse. Dessa fonder strävar nämligen i första hand efter att förutspå ekonomiska trender och att vika sina portföljer därefter och först i andra hand efter att finna vinranktief inom de olika aktiekategorierna.

De resultat som presenteras i *Tabell 2* och *Tabell A1* ger en övervägande positiv bild av förvaltarnas förmåga att bedöma de inhemska företagen och bland dessa hitta vinnarna. Bland de nio fonderna i *Tabell A1* uppvisar exempelvis endast två ett svagt negativt *CS*-värde. Speciellt förvaltarna av fonderna Gyllenberg Small Firm och Alfred Berg Finland har varit framgångsrika i denna viktiga aspekt av portföljhanteringskonsten.

DIREKTA OCH INDIREKTA KOSTNADER

Om man utgår ifrån en fonds aktieinnehav i slutet av föregående kalenderår kan fondens portföljavkastning en viss månad beräknas enligt:

$$R_{P,t}^F = \sum_{j=1}^N w_{j,T-1} R_{j,t} \quad (4)$$

där $R_{P,t}^F$ står för fond F 's portföljavkastning månad t . Denna portföljavkastning skiljer sig ifrån den faktiska förändringen i fondandelarnas värde av flera orsaker. Dels dras en förvaltningsprovision, vars storlek finns angiven i fondbolagens fondprospekt, dagligen av från andelsvärdet. Vi väljer här att klassificera denna provision som en direkt kostnad. Den återstående skillnaden mellan fonoportföljens och fondandelarnas avkastning beror på ett antal faktorer som vi alla inkluderar under samlingsbeteckningen *Indirect Costs*, IC :

- En del av aktiefondernas tillgångar består av likvida medel. Löpande insättningar och uttag av sparmedel samt behovet av en viss buffert för att snabbt kunna agera vid lämpliga köptillfällen förhindrar fonderna att vara fullt investerade i aktier vid varje tidpunkt. Under perioder med stigande aktiekurser kommer därför fondandelarnas värdestegring att vara lägre än fonoportföljens värdestegring.

- Fondförvaltarnas ageranden på aktiemarknaden leder till diverse transaktionskostnader som belastar fondandelarnas värdeutveckling. Hit hör såväl direkta avgifter som den indirekta kostnad som skillnaden mellan aktiernas köp- och säljkurser innebär för förvaltare som handlar "på spreaden".
- En fonds aktieinnehav kommer under årets lopp alltmer att avvika från innehavet i slutet av föregående kalenderår. Den framräknade portföljavkastningen är därför endast en uppskattning av den sanna värdeutvecklingen för fondens aktieportfölj. Denna diskrepans bör naturligtvis inte betraktas som en kostnad. Men eftersom den inte går att särskilja från de ovan nämnda indirekta kostnaderna blir vi tvungna att inkludera den i vårt IC -mått. Om månadsrapporter hade använts i stället för årsrapporter i undersökningen hade problemet med kontinuerliga förändringar av fondernas portföljsammansättning minskat. Men som tidigare nämnts skulle i så fall problemet med att fondbolagen endast delvis redovisar sina aktieinnehav i månadsrapporterna tillkomma.

De aggregerade indirekta kostnaderna, IC , en given månad t beräknas på följande sätt:

$$IC_t = \sum_{j=1}^N w_{j,T-1} R_{j,t} - R_{F,t} - \phi_{F,t} \quad (5)$$

där $R_{F,t}$ står för fondandelarnas värdeförändring och $\phi_{F,t}$ för effekten av fondens förvaltningsprovision. Förvaltarna bör naturligtvis sträva efter att minimera de indirekta kostnaderna. Förvaltare med en aktiv förvaltningsstil och därmed relativt kortvariga aktieinnehav kan emellertid tillåta sig högre indirekta kostnader om dessa kompenseras av en lyckad kortsiktig timing av placeringsinriktningen samt av framgångsrika individuella aktieval (d.v.s. höga *CT*- och *CS*-värden).

För att finansiera sin verksamhet tar fondbolagen diverse direkta avgifter av sina kunder. För det första så tas normalt en teckningsprovision som för de rent inhemska aktiefondernas del brukar variera mellan 0 %

och 2 % ut av nyblivna andelsägare. Vissa fonder (men långtifrån alla) tar dessutom en procentuell inlösningsprovision när fondandelarna realiseras. I en del fall förekommer dessutom marknärliga minimiavgifter vid teckning och inlösen. Effekterna av tecknings- och inlösenprovisionerna på fondspararnas nettoavkastningar beror naturligtvis på hur länge fondandelarna ägts. I Helsingfors Fondbörs månadsrapporter beräknas t.ex. nettoavkastningen på ettåriga fondinnehav. Man bör i sammanhanget även notera att fondbolagen normalt har reducerade avgifter vid byten mellan bolagens olika fonder.

Utöver tecknings- och inlösningsprovisionerna betalar fondspararna också en förvaltningsprovision som normalt också inkluderar förvar av fondandelsbeviset. En fraktion av denna provision dras dagligen av från fondandelsvärdet. Provisionen drabbar därmed inte dem som ofta byter fond kraftigare än den drabbar dem som länge sparar i samma fond. Förvaltningsprovisionen varierar rätt så kraftigt i intervallet 0,5 %–5 % p.a. mellan de olika fonderna. Precis som fallet är med de indirekta kostnaderna kan höga avgifter motiveras om de belönas med framgångsrik kortsiktig timing av placeringsriktningen och framgångsrika aktieval. Höga avgifter förbättrar naturligtvis fondbolagens möjligheter att aktivt bevaka marknaden och att analysera potentiellt intressanta företag.

I *Tabell 3* så har samtliga avkastnings-

komponenter i denna studie aggregerats över fonder och år. Som det framgår av tabellen har de indirekta kostnaderna årligen reducerat andelsägarnas kapital med ungefär 2,5 %¹⁰ medan förvaltningsprovisionerna kostat dem drygt 1,5 % per år. Givet en ettårig investeringshorisont så har tecknings- och inlösningsprovisioner i medeltal kostat fondspararna 1,69 % av deras placerade kapital per år. Det verkar emellertid rimligt att anta att den genomsnittliga fondspararen har en längre placeringshorisont än ett år, varför effekten av dessa provisioner på nettoavkastningen troligtvis är klart lägre än den här rapporterade.

Även om ingen formell undersökning av sambandet mellan å ena sidan direkta och indirekta kostnader och å andra sidan fondernas nettoavkastningar har gjorts i denna studie, så förefaller det som om inget klart samband existerar (se *Tabell A1*). Det enda som synes stöda hypotesen om ett positivt samband mellan provisioner och prestation är de relativt höga avgifterna på fonden Gyllenberg Small Firm.

SLUTSATSER

Sammanfattningsvis kan konstateras att förvaltarna av inhemska aktiefonder under perioden 1993–2000 lyckades väl såväl i sina långsiktiga placeringsstrategier som i sina individuella aktieval samtidigt som dom i viss

Avkastning på likavägt index (EWTI)	12,46 %
Långsiktig placeringsriktning (AS-EWTI)	5,28 %
Timing (CT)	-1,71 %
Individuella aktieval (CS)	1,49 %
Effekt av Nokia- och Sonerainnehav	1,53 %
Indirekta kostnader (IC)	-2,52 %
Förvaltningsprovisioner (f)	-1,53 %
<hr/>	
Fondandelarnas värdestegring	15,00 %
Tecknings- och inlösningsprovisioner*	-1,69 %
<hr/>	
Nettoavkastning på en ettårig investering	13,31 %
<hr/>	
Samtliga procenttal i denna tabell är angivna p.a.	
* Antaget en ettårig placeringshorisont.	

Tabell 3. Dekomponering av de undersökta fondernas nettoavkastningar på årsbasis, 1993–2000.

¹⁰ Eftersom eventuella positiva effekter av portföljrevideringar som ej gett utslag i CT-måttet också ingår i de rapporterade 2,5% så är det möjligt att de transaktionsrelaterade kostnaderna är väsentligt högre än 2,5%.

mån misslyckades i sina försök att tima marknaden. På det hela taget bör man ge förvaltarna godkänt för sina insatser, dock med reservation för att många fonder uppenbarligen förblev överviktade i teknologiaktier trots att kurserna på dessa aktier mot slutet av 90-talet tenderade att bli omotiverat upplåsta. Av *Tabell 3* och *Tabell A1* framgår att Nokias exceptionella kursuppgång under 90-talet till en viss del kommit fondspararna till gagn. Detta förhållande bör emellertid snarare tillskrivas Nokias stora tyngd på Helsingforsbörsen än fondförvaltarnas egna aktivt fattade beslut. Det är antagligen mera acceptabelt för en förvaltare att förlora pengar på att inneha en aktie som Nokia i en nedgångsfas än att förlora pengar på att underlåta att inneha aktien i en uppgångsfas. Huruvida denna trygghetsprincip eller en mycket stark tilltro till Nokia förklarar varför nästan alla förvaltare inkluderat aktien med en vikt mycket nära den maximalt tillåtna vikten 10 % i sina fonder under merparten av undersökningsperioden får dock förbli osagt.

REFERENSER

- Carhart, M. (1997):** On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 52, s. 57–82.
- Daniel, K., Grinblatt, M., Titman, S. & Wermers, R. (1997):** Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks. *Journal of Finance* 52, s. 1035–1058.
- Grinblatt, M. & Titman, S. (1989):** Mutual fund performance: An analysis of quarterly portfolio holdings. *Journal of Business* 62, s. 394–415.
- Grinblatt, M. & Titman, S. (1993):** Performance measurement without benchmarks: An examination of mutual fund returns. *Journal of Business* 66, s. 47–68.
- Gruber, M.J. (1996):** Another puzzle: The growth in actively managed funds. *Journal of Finance* 51, s. 783–810.
- Wermers, R. (1997):** Momentum investment strategies of mutual funds, performance persistence, and survivorship bias. Working paper, University of Colorado.
- Wermers, R. (2000):** Mutual fund performance: An empirical decomposition into stock-picking talent, style, transactions costs, and expenses. *Journal of Finance* 55, s. 1655–1695.

APPENDIX

Tabell A1. Dekomponering av nettoavkastningen för ett urval fonder under perioden 1996–2000.

	Gyllenberg Small Firm	Alfred Berg Finland	Merita Pro Finland (Investa Osake)	Gyllenberg Finlandia	Aktia Capital	Merita Fennia	Leonia Osake (Presta)	Carnegie Suomi Osake (Selin Osake)
EWTI	15,53 %	15,53 %	15,53 %	15,53 %	15,53 %	15,53 %	15,53 %	15,53 %
AS-EWTI	0,80 % (0,17)	3,91 % (0,64)	4,88 % (0,74)	3,77 % (0,60)	6,26 % (1,00)	4,65 % (0,73)	3,78 % (0,64)	4,44 % (0,71)
CT	-0,57 % (-0,21)	-1,41 % (-0,80)	0,45 % (0,39)	0,22 % (0,10)	-1,45 % (-1,18)	1,13 % (1,02)	-1,67 % (-0,83)	0,03 % (0,03)
CS	15,87 % (3,65)**	6,17 % (2,90)**	2,01 % (0,66)	2,01 % (0,68)	-0,86 % (-0,10)	2,29 % (1,20)	2,81 % (1,81)*	-0,89 % (-0,16)
Effekt av Nokia- och Sonerainnehav	0,00 % -	2,38 % (0,65)	1,51 % (0,43)	2,26 % (0,62)	4,02 % (2,22)*	0,97 % (0,28)	2,01 % (0,57)	0,90 % (0,27)
IC	-2,30 %	-2,65 %	-2,03 %	-1,88 %	-1,65 %	-2,96 %	-2,03 %	-3,64 %
Förvaltningsprov.	-2,47 %	-1,19 %	-0,50 %	-1,29 %	-1,93 %	-1,98 %	-1,88 %	-1,24 %
Fondand. värdestegr.	26,86 %	22,74 %	21,85 %	20,62 %	19,92 %	19,62 %	18,54 %	15,13 %
Teck. o. lös. prov.***	-1,98 %	-1,98 %	-1,00 %	-1,98 %	-1,00 %	-1,98 %	-1,78 %	-2,96 %
Nettoavkastning	24,88 %	20,76 %	20,85 %	18,64 %	18,92 %	17,64 %	16,76 %	12,18 %

Tabellen är baserad på de nio (av totalt 18) fonder vars portföljer varit kända sedan 1994. Målsättningen har varit att jämföra ett antal fonders prestationer under några år. Valet att undersöka just nio fonder under fem år är en kompromiss mellan ytterligheterna att undersöka hela perioden 1993–2000 men endast inkludera de tre fonder vars portföljer varit kända sedan 1991 eller att undersöka alla fonder men då bli tvungen att begränsa undersökningen till ett år.

Eventuella äldre namn på fonderna är angivna inom parentes efter fondernas nuvarande namn.

Samtliga procenttal i denna tabell är angivna p.a..

T-värden inom parentes.

* och ** indikerar signifikans på 5 respektive 1 %-nivån.

*** Antaget en ettårig placeringshorisont.

JOAKIM WESTERHOLM*
EKONOMIE LICENTIAT

LIKVIDITETENS BETYDELSE VID INITIAL- EMISSIONER

Observationer från aktiemarknaden i Finland

L ikviditet, eller hur lätt det är att köpa eller sälja en tillgång, har fått allt större betydelse på de finansiella marknaderna. Andelen institutionellt ägande av värdepapper har ökat under de senaste decennierna. Institutioner föredrar värdepapper med hög omsättning så att de kan justera sina portföljer till låga kostnader och utan att orsaka förändringar i prisnivån. Eftersom institutioner har en större andel av marknaderna, och tillämpar relativt aktiva investeringsstrategier ökar detta efterfrågan på likvida värdepapper. På de relativt små Nordiska kapitalmarknaderna har likviditeten tenderat att vara koncentrerad till ett mindre antal värdepapper medan den breda marknaden är mindre aktivt omsatt. Denna situation är en utmaning för de instanser som reglerar marknaderna och för börser och finansmarknadsbolag som designar och utvecklar marknaderna. Den ökade efterfrå-

Denna studie har som mål att studera i vilken utsträckning emissionsarrangörerna har förbättrat likviditeten för initialemissioner i Finland. Studien mäter också likviditeten på eftermarknaden för ett sampel initialemissioner och undersöker om det finns ett samband mellan likviditet och avkastning för dessa aktier under de sex första månaderna efter nyemissionen. Emissionsarrangörerna har under perioden 1994–2000 haft och också utnyttjat möjligheten att i svaga initialemissioner köpa upp till i genomsnitt 11.4 % av den ursprungliga emissionsstorleken som stödköp i marknaden. Initialemissionerna är mera likvida än ett jämfört kontrollsample under de första sex månaderna efter emissionen. Sambandet mellan initialemissionernas avkastning och deras likviditet är signifikant. Vi konstaterar att en god likviditet är mycket viktig för att en initialemission ska ge en stadig avkastning efter listningen.

gan på likviditet är en viktig orsak för diskussionerna om samarbete och sammanslagningar mellan de Europeiska börserna. Likviditet är också en viktig faktor då nya bolag listas på börserna. För att ett nytt bolag ska få en god eftermarknad på börserna krävs att en tillräcklig del av marknadens likviditet styrs till bolaget och att också nytt kapital styrs till börserna via nyintroduktionen. Om vi enligt ovanstående resonemang kan fastslå att bättre likviditet är en positiv faktor på dagens finansmarknader innebär detta också att sämre likviditet är en negativ faktor. Därmed kan förväntas att likviditeten återspeglar sig i värdepapprens värdering. Detta kunde kallas hypotesen om ett likviditetspremi-um i aktiepriser.

Det är således uppenbart att en god likviditet på eftermarknaden är viktig vid introduktionen av nya värdepapper på kapitalmarknaderna. En av de viktigaste orsakerna

* Föreläsare vid School of Business, University of Sydney, Australien

till att en aktie listas på börsen är ju att öka på likviditeten genom att bredda marknaden för aktien. Under senare delen av nittioalet kan man observera hur likviditeten torkar ut för endel nylistade aktier och att prisnivån verkar sjunka drastiskt i samband med den sämre likviditeten. Endast ett fåtal empiriska studier studerar sambandet mellan likviditet, omsättning och prisutveckling på eftermarknaden för nylistade värdepapper. Eckbo, Masulis och Norli (2000) undersöker amerikanska nyemissioner för redan listade bolag och konstaterar att regelbundna emissioner ökar på likviditeten för aktien vilket minskar på den förväntade avkastningen i förhållande till matchade bolag (premiet för likviditet är lägre). Eckbo och Norli (2000) introducerar likviditet som en riskfaktor i den prisättningsmodell de tillämpar och konstaterar att likviditetsfaktorn minskar på den förväntade avkastningen för aktier i initiala emissioner när de jämför med matchande bolag. Dessa båda undersökningar har relevans för vår studie eftersom vi också jämför likviditeten för initiala emissioner med likviditeten för övriga bolag samt undersöker sambandet mellan likviditet och avkastning för initiala emissioner.

Emissionsarrangören för en nyemission är den som i första hand är ansvarig för hur väl listningen lyckas och hur likviditeten i eftermarknaden utvecklas. Emissionsarrangörerna har endel sofistikerade instrument som används för att förbättra introduktionen av ett värdepapper på börsen. De kan stabilisera en aktie med stödköp i eftermarknaden, de kan idka strikt kontroll över syndikatet av arrangörer och de kan stöda likviditet både vid uppgång och nedgång med hjälp av en överteckningsoption¹. Överteckningsoptioner har blivit ett etablerat instrument för att garantera eftermarknaden för initiala emissioner. En överteckningsoption ger emissions-

arrangören en rättighet att teckna aktier utöver det officiella antalet emitterade aktier och till det ursprungliga teckningspriset. Aggarwal (2000) studerar emissionsarrangörernas stabiliseringsåtgärder på eftermarknaden med hjälp av ett unikt register över prisstödande aktivitet på den amerikanska marknaden. Hon konstaterar att stabilisering sker uteslutande med hjälp av överteckningsoptioner, att stabiliseringen sköts av huvudarrangören och att stödåtgärder har ett signifikant samband med aktiernas utveckling på eftermarknaden.

Denna studie har som mål att studera i vilken utsträckning emissionsarrangörerna har förbättrat likviditeten för nyemissioner i Finland. Två perioder undersöks, 1994–1998 då stabilisering inte var reglerat av lag i Finland och 1999–2000 då stabilisering var normen för nyemissioner. Studien mäter också likviditeten på eftermarknaden för ett sampel nyemissioner och undersöker om det finns ett samband mellan likviditet och avkastning för dessa aktier under de sex första månaderna efter nyemissionen.

UNDERSÖKNINGENS UPPLÄGGNING

I det följande beskrivs tillämpade mått på arrangörens likviditetsförbättrande resurser och på de nyemitterade bolagens likviditet. Måttens ursprung, användning och tolkning beskrivs också kort.

Initialavkastningen på nyemissioner mäter avkastningen för en nyemission under den första handelsdagen och beräknas som den procentuella skillnaden mellan emissionspriset och första dagens slutkurs, justerat för förändringen i aktieindexet under dagen. Ekvation (1) beskriver hur initialavkastningen beräknas när t betecknar första handelsdagen och $t-1$ dagen före aktien börjar handlas.

1 Den engelska termen "overallotment option" översätts i detta papper med överteckningsoption. En annan engelsk term som också används är "green shoe". Termen innebär att emissionsarrangören erhåller en option från det emitterande bolaget som ger rätt att teckna aktier utöver det officiella antalet emitterade aktier och till det ursprungliga teckningspriset. Detta ger emissionsarrangören möjlighet att utan risk sälja fler aktier än det officiella antalet i emissionen och på så sätt ta upp en kort position i aktien. Ifall att aktien går ned i pris kan arrangören köpa aktier på marknaden och på så sätt stöda aktien. Ifall att aktien går upp kan kan arrangören utnyttja optionen för att köpa in den korta positionen. Ifall att inte alla aktier i optionskontraktet sålts i emissionen kan arrangören tillföra likviditet på eftermarknaden genom att sälja resten av aktierna. Marknaden måste informeras om all dylik aktivitet genom pressmeddelanden och optionskontraktet är i kraft endast en kort tid, vanligtvis under 30 dagar efter initiala emissionen.

$$\text{Initialavkastning}_t = \frac{\text{Avslut}_t - \text{Emissionspris}}{\text{Emissionspris}} - \frac{\text{Marknadsindex}_t - \text{Marknadsindex}_{t-1}}{\text{Marknadsindex}_{t-1}}$$

(1)

Initialavkastningen mäter hur stor efterfrågan varit på aktien på eftermarknaden. En hög initialavkastning anses som ett positivt resultat för emissionen även om detta i princip innebär att de emitterade aktierna sålts till ett lägre pris än vad marknaden slutligen är villig att betala.

Initialemissionens storlek mäts som totala antalet tecknade aktier före överteckningsoptionen gånger emissionspriset enligt ekvation (2).

$$(2) \quad \text{Initialemissionens storlek} = \text{Totala antalet tecknade aktier} \times \text{Emissionspriset}$$

Emissionens storlek är ett mått på hur stor betydelse initialemissionen har för marknaden i helhet.

Storleken av överteckningsoptionen mäts som optionens underliggande antal aktier i förhållande till det totala antalet aktier emitterade till allmänheten. Storleken på överteckningsoptionen rapporteras som ett procenttal och beräknas enligt ekvation (3).

$$(3) \quad \text{Överteckningsoptionens storlek \%} = \frac{\text{Antal aktier i optionskontraktet}}{\text{Totala antalet tecknade aktier}} \times 100$$

Storleken av överteckningsoptionen mäter hur stora möjligheter emissionsarrangören har att förbättra likviditeten för aktien på eftermarknaden. En stor överteckningsoption i förhållande till emissionens storlek kan möjligtvis ses som ett tecken på större osäkerhet beträffande bolagets värde. Prabhala och Puri (1998) finner dock att arrangörerna stabiliserar mindre vid mera riskfyllda emissioner. Sambandet mellan storlek på överteckningsoptionen och initialemissionens karaktär behöver undersökas ytterligare för att vi ska kunna definiera förväntningar på detta förhållande.

Andelen utnyttjad överteckningsoption mäts som antalet aktier tecknade genom

$$(4) \quad \text{Andel utnyttjad option \%} = \frac{\text{Antal aktier tecknade genom optionen}}{\text{Totala antalet tecknade aktier}} \times 100$$

överteckningsoptionen i förhållande till totala antalet emitterade aktier. Andelen utnyttjad överteckningsoption beräknas enligt ekvation (4).

Andelen utnyttjad överteckningsoption mäter i viken mån emissionsarrangören utnyttjat optionen för att stabilisera aktien. Om överteckningsoptionen inte alls har utnyttjats betyder detta att arrangören köpt motsvarande antal aktier på marknaden i stället. Om överteckningsoptionen använts endast delvis är detta ett tecken på att den del av

optionen som inte använts har köpts på marknaden. Om optionen använts till fullo indikerar detta att emissionsarrangören inte har gjort stödköp och aktien har gått upp varmed arrangören måste stänga sin korta position genom att lösa in överteckningsoptionen. Om en överteckningsoption avtalats och den inte används är detta en stark indikation att stabilisering förekommit. Eftersom

stabiliseringsköpen måste rapporteras offentligt torde arrangören i de flesta fall inte avvika från antalet aktier i överteckningsoptionen i sina stödköp.

Eftersom ett av syftena med detta papper är att undersöka likviditeten för aktier efter en initialemission definierar vi också tre likviditetsmått. Måtten är valda på grund av att de visat sig användbara i tidigare studier och eftersom de kan beräknas med allmänt tillgängligt data. Mått nummer ett, skillnaden mellan dagens slutliga köp och sälj kurs (eng. bid-ask spread) introducerades som ett likviditetsmått redan av Demsetz (1968). Den relativa skillnaden mellan köp och sälj kurs beräknas enligt ekvation (5).

$$(5) \quad \text{Relativ skillnad i Köp - Sälj kurs} = \frac{(\text{Köp}_c - \text{Sälj}_c)}{\left(\frac{\text{Köp}_c + \text{Sälj}_c}{2}\right)}$$

En liten skillnad mellan köp och säljkurs innebär att värdepappret kan köpas och säljas på nytt till liten kostnad. En god likviditet kännetecknas av att en handlare kan införskaffa aktien till en minimal kostnad medan en annan handlare kan göra sig av med aktien till en minimal kostnad. En liten skillnad mellan köp och säljkurs uppkommer då det finns många köpare och säljare som konkurrerar om bästa pris medan skillnaden är stor då intresset att handla värdepappret är litet.

Som likviditetsmått nummer två används omsättningshastigheten. Detta proxy för hur livligt omsatt en aktie är relativt sett har tillämpats av bland andra Datar, Naik and Radcliffe (1998). Måttet beräknas som antalet omsatta aktier genom antalet utestående aktier enligt ekvation (6).

$$(6) \quad \text{Omsättningshastighet}_c = \frac{\text{antal omsatta värdepapper per period}_c}{\text{totala antalet utestående värdepapper}_c}$$

$$(7) \quad \text{Betald köp}_c - \text{sälj}_c = \frac{(\text{Köp}_c - \text{Sälj}_c)}{(\text{Köp}_c + \text{Sälj}_c) \div 2} \times \text{antal omsatta värdepapper per period}_c$$

totala antalet utestående värdepapper_c

Omsättningshastigheten är ett bättre mått än enbart omsättning eftersom det mäter hur stor del av aktiestocken som är tillgänglig på marknaden. Större omsättningshastighet är ett tecken på högre likviditet och mindre omsättningshastighet ett tecken på lägre likviditet.

Som likviditetsmått nummer tre används betald skillnad mellan köp och säljkurs (eng. amortized spread). Detta mått introducerades av Chalmers och Kadlec (1998). Den be-

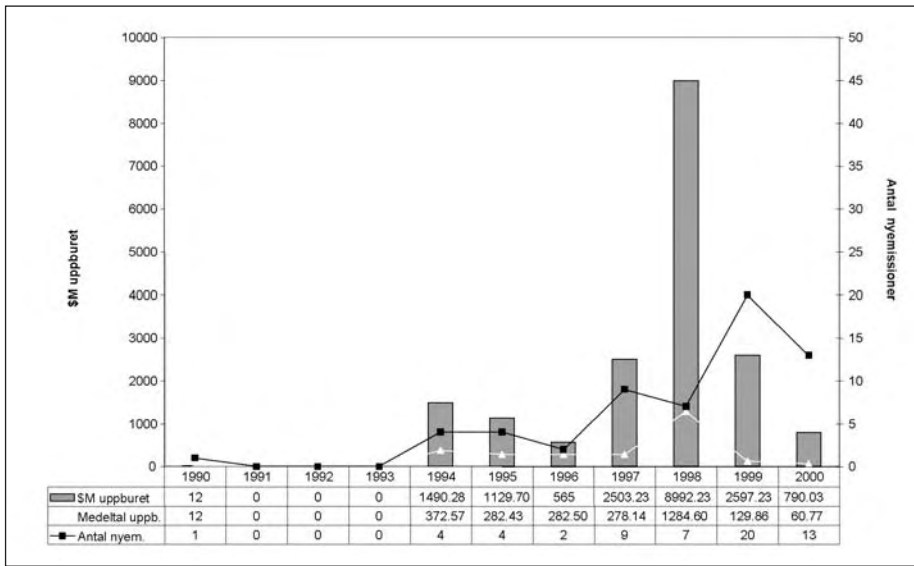
talda skillnaden mellan köp och säljkurs mäter totala utlagda transaktionskostnader per värdepapper och period. Måttet beräknas som skillnaden i köp och säljkurs gånger antalet omsatta aktier i förhållande till antalet utestående aktier enligt ekvation (7).

Den betalda skillnaden mellan köp och säljkurs har visat sig vara ett mera exakt likviditetsmått än enbart skillnaden i köp och säljkurs eller omsättningshastigheten. Måttet mäter faktiska utlagda transaktionskostnader eller andelen av de transaktionskostnader som aktiva handlare betalt på marknaden i förhållande till totala antalet aktier². Ju lägre de betalda kostnaderna är desto mera likvitt är värdepappret.

DATAMATERIAL OCH UNDERSÖKT TIDSPERIOD

Utgående från officiella pressmeddelanden från Hex Gruppen Ab erhålls det slutliga emissionspriset, antalet aktier emitterade, antal aktier i en eventuell överteckningsoption samt hur många aktier som tecknats via en överteckningsoption. Från Hex Gruppens officiella protokoll erhålls dagliga slutkurser, avslutande köp och säljkurser, omsatt antal

² Den engelska termen "amortized spread" översätts i detta papper med den betalda skillnaden mellan köp och säljkurs. Vad detta begrepp innebär belyses enklast med ett exempel. Vår exempel aktie handlas fem gånger under en handelsdag och varje affär består av 1000 aktier. Tre affärer görs till köpkursen och två affärer görs till säljkursen vilka ligger 1 % ifrån varandra. Detta innebär att kostnaderna som dessa handlare betalar är $5000 * 1\%$. De betalda transaktionskostnaderna för hela utestående aktiestocken, i detta fall 1.000.000 aktier, är dock $5000 * 1\%$ dividerat med antalet aktier, eller $5000 * 0.01 / 1000000 = 0.00005$. Denna 0.005 % är den betalda skillnaden mellan köp och sälj. Måttet är vanligtvis litet per dag som i detta exempel, men när det adderas upp till årlig nivå är det ett mått på de årliga betalda transaktionskostnaderna. I detta fall skulle måttet bli 1.25 % per år i fall att aktiens omsättning och transaktionskostnader är desamma varje dag.



Källa: Oy HEX Gruppen Ab pressmeddelanden.

Figur 1. Marknaden för initialaemissioner i Finland.

aktier samt antalet utestående aktier. Som marknadsindex används Hex Gruppen Abs generalindex.

Vi undersöker alla initialaemissioner som listats på börslistan under perioden 1994 – 1998 medan vi undersöker alla initialaemissioner under åren 1999 och 2000. På detta sätt inkluderar vi praktiskt taget alla börsintroduktioner under 90-talet eftersom det inte gjordes nyemissioner under perioden 1990 –93. Under perioden upp till 1998 listades största delen av aktierna på huvudlistan och endast fem bolag listades på OTC och I-listan varför vi inte har inkluderat dessa i samplet. Under 1999 och 2000 däremot gjordes många nyintroduktioner på alla listor och en inkludering av bolag från huvudlistan, I listan och NM listan är nödvändig. Vi inkluderar endast nylistningar som inte handlats offentligt tidigare. Endel gränsfall som t.ex. Helsingin Puhelin Oyj, nu Elisa Communications Oyj och Mandatum Oyj listades också på börsen för första gången och prissättningen påminner mycket om den i initialaemissioner. Eftersom det förekommit prissättning av dessa bolag tidigare är de dock inte jämförbara med renodlade initialaemissioner och har lämnats utanför samplet.

Vi delar in samplet i två perioder (1994–1998 och 1999–2000) av tre orsaker. Under den tidigare perioden introduceras i

allmänhet större och äldre emitterade bolag medan mindre och yngre introduceras under den senare perioden. Den tidigare perioden är representativ för en regim under vilken prisstabiliserande aktivitet inte nämns i finsk värdepappersmarknadslag eller i Finansinspektionens rekommendationer, medan förannonserad stabilisering är tillåten och reglerad efter september 1998. Börsaktierna noteras i finska mark under den tidigare perioden medan noteringen sker i Euro under den senare perioden och en uppdelning underlättar undersökningen. Förändringen från mark till Euro borde i sig inte inverka på resultaten men eftersom perioden uppdelats på detta sätt kan vi också observera om det trots allt finns skillnader mellan perioderna under olika valuta.

Slutligen gör vi en mera detaljerad studie av likviditeten för nyemissioner under två representativa år från båda perioderna, 1998 och 1999. Den dagliga prisutvecklingen, utvecklingen i köp-sälj noteringarna samt omsättningshastigheten för nyemitterade bolag under en sexmånadsperiod efter emissionen analyseras.

UNDERSÖKNINGENS RESULTAT

Figur 1 beskriver utvecklingen av marknaden för nyemissioner i Finland under 90-ta-

let. Figuren visar antalet nyemissioner per år, totalt kapital uppburet genom nyemissioner per år samt medelkapital per bolag uppburet per år. Alla siffror är i US dollar för att vara jämförbara i internationella sammanhang.

Från figuren kan ses att aktiviteten på nyemissionsmarknaden var extremt låg i början av nittioalet som en följd av det negativa läget i den finska ekonomin. Antalet och storleken av nyemissionerna ökade markant under åren 1997 och 1998 för att kulminera i en stor mängd mindre bolag under åren 1999 och 2000. Aktiviteten i nyemissioner verkar gå i takt med börsklimatet i allmänhet. Detta är förväntat eftersom en nyintroduktion har bättre chanser att lyckas under en period av uppgång i ekonomin och eftersom både utbudet och efterfrågan på riskkapital är större under en högkonjunktur.

UTNYTTJANDE AV ÖVERTECKNINGSOPTIONER

Tabell 1 beskriver utnyttjandegraden av överteckningsoptioner under perioden 1994 till och med 1998.

Tabell 2 beskriver utnyttjandegraden av överteckningsoptioner under perioden 1999 till och med 2000.

Under båda undersökta perioderna används överteckningsoptionerna inte alls eller endast delvis i initialemissioner som går ner eller ligger på emissionspriset under den första dagen. I de initialemissioner som går upp första dagen används överteckningsoptionerna i helhet förutom i något enstaka undantag. Detta indikerar att emissionsarrangörerna stabiliserar initialemissionerna i skydd av överteckningsoptionen i det fall att den nyemitterade aktien är svag den första

Tabell 1. Initialavkastning, storlek och användning av överteckningsoptioner 1994–98.

Initialemissioner Bolag listade på huvudlistan *) Perioden 1994 - 1998	Avk. Första Handelsdag (**)	Initialavkastning korrigerad avk. i % (***)	Storlek MFIM	Storlek av överteckn. option i % av Storlek	Andel utnyttjad överteckn. option i % av Storlek
1 Raute Oyj	+	27/9/94	1.0%	46	
2 Kemira Oyj	-	10/11/94	-0.4%	1140	16.7%
3 Espoon Sähkö Oyj	-	24/11/94	-1.4%	881	
4 Nokian Renkaat Oyj	-	1/6/95	-1.3%	158	34.1%
5 Suunto Oyj	+	14/6/95	0.9%	50	
6 Rauma Oyj	+	27/6/95	3.8%	832	14.6%
7 Neste Oyj	+	27/11/95	1.6%	749	34.9%
8 KCI Konecranes International Oyj	+	27/3/96	21.4%	490	11.1%
9 PK Cables Oyj	+	3/4/97	52.4%	109	
10 Nordic Aluminium Oyj	+	24/4/97	6.5%	152	14.8%
11 Kyro Oyj	+	9/6/97	41.1%	221	
12 Rocla Oyj	+	17/6/97	1.8%	81	20.8%
13 Elcoteq Network Oyj	+	26/11/97	1.9%	602	11.6%
14 Jaako Pöyry Group Oyj	-	2/12/97	-3.5%	520	12.5%
15 Metsä Tissue Oyj	+	9/12/97	1.0%	689	15.0%
16 HK Ruokatalo Oyj	+	3/4/98	19.0%	242	15.4%
17 A-rakennusmies Oyj	+	30/4/98	19.4%	137	
18 Sponda Oyj	+	1/6/98	12.8%	823	
19 JOT Automation Group Oyj	+	15/9/98	14.5%	302	14.9%
20 Sonera Yhtymä Oyj	+	10/11/98	40.1%	6262	13.6%
21 Rapala Normark Oyj	+	4/12/98	5.6%	560	10.0%
Medeltal för alla 21 emissioner			11.35%	716	11.42%
- positiv initialavkastning (17)			14.4%	726	10.4%
- negativ initialavkastning (4)			-1.6%	675	15.8%
T-värde för skillnad mellan grupperna			4.2	0.0	-1.1

* endast 2 bolag introducerades på OTC listan och 4 på I-listan under perioden dessa är inte inkluderade

** Emissioner med positiv initialavkastning märkta med + och med negativ/ingen avkastning märkta med -

*** Initialavkastningen utöver HEX indexets avkastning första handelsdagen

Tabell 2. Initialavkastning, storlek och användning av överteckningsoptioner 1999–2000.

Initialemissioner Bolag listade på alla listor Perioden 1999 - 2000	Avk. **)	Första Handelsdag datum	Initialavkastning korrigerad avk. i %***)	Storlek MEURO	Storlek av överteckn. option i % av Storlek	Andel utnyttjad överteckn. option i % av Storlek
1 Janton Oyj	+	11/3/99	4.6%	28	<i>n/a</i>	<i>n/a</i>
2 Marimekko Oyj	-	12/3/99	-3.7%	3		
3 TJ Group Oyj	+	15/3/99	51.6%	4		
4 Teleste Oyj	+	30/3/99	1.9%	74	14%	0%
5 Stonesoft Oyj	+	12/4/99	2.7%	14		
6 Eimo Oyj	-	23/4/99	-2.9%	22	14%	14%
7 Nedecon-Network Oyj now Endero Oyj	+	1/6/99	77.2%	2		
8 Technopolis Oyj	-	8/6/99	-4.3%	10	18%	0%
9 Biohit Oyj	+	18/6/99	19.2%	9		
10 Perlos Oyj	+	22/6/99	24.6%	213	15%	15%
11 Sanitec Oyj	+	6/7/99	15.4%	88	10%	10%
12 TH Tiedonhallinta Oyj	-	6/9/99	-3.3%	39		
13 SysOpen Oyj	+	27/9/99	54.9%	4		
14 Tieto-X Oyj	-	28/9/99	-4.6%	13		
15 Oyj Liinos Abp	+	8/10/99	7.3%	31	11%	0%
16 Proha Oyj	-	15/10/99	-19.0%	9	9%	0%
17 Aldata Solution Oyj	+	22/10/99	16.6%	7	15%	15%
18 F-Secure Oyj	+	5/11/99	255.2%	50	14%	14%
19 Comptel Oyj	+	9/12/99	221.3%	7	14%	14%
20 Basware Oyj	+	29/2/00	318.5%	8		
21 Satama Interactive Oyj	+	15/3/00	91.1%	59	12%	12%
22 Saunalahti Oyj now Jippii Group Oyj	-	10/4/00	-24.2%	23	28%	14%
23 Eq Online Oyj	-	14/4/00	-0.5%	69	15%	0%
24 Etteplan Oyj	-	27/4/00	-4.6%	10	27%	0%
25 Tekla Oyj	+	22/5/00	7.0%	21	12%	4.0%
26 Wecan Electronics Oyj	+	22/5/00	5.1%	27	30%	8%
27 Iocore Oyj	+	29/5/00	10.7%	9	6%	3.3%
28 Environment Oyj Done	-	19/6/00	-7.9%	14	29%	14%
29 Biotie Therapies Oyj	+	29/6/00	8.6%	21	17%	0%
30 Tecnomen Oyj	-	30/6/00	-1.7%	104	14%	5.5%
31 Okmetic Oyj	-	3/7/00	-9.4%	45	11%	7.04%
32 Beltton-Yhtiöt Oyj	+	9/10/00	5.4%	9		
33 SSH Communications Oyj	-	22/12/00	-6.4%	36	15%	0%
34 Vacon Oyj	+	14/12/00	15.6%	33	28%	14%
Medeltal för alla 34 emissioner			33.00%	33	11.46%	4.96%
- positiv initialavkastning (21)			57.8%	34	9.9%	5.4%
- negativ initialavkastning (13)			-7.1%	30	13.8%	4.2%
T-värde för skillnad mellan grupperna			3.4	1.2	-1.2	1.1

** Emissioner med positiv initialavkastning märkta med + och med negativ/ingen avkastning märkta med -

*** Initialavkastningen utöver HEX indexets avkastning första handelsdagen

dagen. Skillnaden mellan utnyttjandegraden av överteckningsoptionerna är märkbar 9.3 % för positiva emissioner och 4.2 % för negativa optioner under perioden 1994–1998 men skillnaden är inte signifikant i ett t-test, (t-värde 1.2). Utnyttjandegraden av överteckningsoptionerna är 5.4 % för positiva emissioner och 3.1 % för negativa optioner under perioden 1999–2000. Denna skillnad är inte signifikant i ett t-test, men kan i detta fall anses vara starkt indikativ på grund av att i denna grupp emissioner har överteckningsoptionerna i flera fall gett möjlighet till mindre teckning i fall att aktien gått upp. Om vi justerar för detta är skillnaden i utnyttjan-

degraden mellan positiva och negativa initialemissioner signifikant (4.2 % mot 1.1 %). Storleken av överteckningsoptionerna är proportionellt lika stora under båda perioderna även om den tidigare perioden karakteriseras av större bolag med en medelstorlek av initialemissionerna på ca 120 miljoner EURO mot ca 33 miljoner EURO under den senare perioden. Vi observerar också att storleken av överteckningsoptionerna är större i genomsnitt för initialemissioner med en negativ initialavkastning. Denna skillnad är 15.8 mot 10.4 % för den tidigare perioden och 13.8 mot 9.9 % för den senare perioden.

Tabell 3. Daglig Avkastning, Skillnad köp-sälj kurs, Omsättningshastighet, Betald skillnad köp-sälj för 25 bolag 1998–1999.

Dagliga observationer under sex månader efter initialmissionen	Avkastning	Skillnad köp-sälj kurs	Omsättnings-hastighet	Betald skillnad köp-sälj kurs
Initialemissioner (25 aktier)				
Sampel från perioden 1998 -1999				
Medeltal	0.0023	0.004600	0.006689	0.000018
Median	0.0000	0.003229	0.000865	0.000003
Varians	0.0400	0.000018	0.006689	0.000018
Minimum	-0.1984	0.000100	0.000000	0.000000
Maximum	0.3989	0.362000	0.392600	0.003045
Genomsnitt per år med 250 handelsdagar		0.0046	1.6723	0.0044
Kontrollsamplet (52 aktier)				
Sampel från perioden 1998 -1999				
Medeltal		0.020000	0.001733	0.000031
Median		0.018887	0.001370	0.000018
Varians		0.000021	0.001733	0.000031
Minimum		0.012200	0.000400	0.000005
Maximum		0.459000	0.016000	0.000345
Genomsnitt per år med 250 handelsdagar		0.0200	0.4333	0.0077
Test av skillnad mellan grupperna				
Parvist t-test				
t-värde		-132.0	7.5	-5.3
p-värde		0.0	0.0	0.0
Wilcoxon signed rank				
		sampel < kontroll	sampel > kontroll	sampel > kontroll
t-värde		-42.6	-0.514	-29.3
p-värde		0.0	0.607	0.0

LIKVIDITET OCH AVKASTNING FÖR ETT SAMPEL NYEMISSIONER

Tabell 3 innehåller deskriptiv statistik för sex månader efter nyemissionen för ett sampel av 25 aktier listade under åren 1998 och 1999. Tabellen innehåller dagsavkastning (förändring i pris) samt likviditetsmått daglig omsättningshastighet, skillnad i köp- och säljkurs samt betald skillnad i köp- och säljkurs. Tabell 3 rapporterar också motsvarande mått för ett värdevägt sampel på 52 aktier representerande den övriga marknaden, för att få en indikation om det finns en skillnad i likviditet för initialmissionerna jämfört med marknaden som helhet.

Från den deskriptiva Tabell 3 kan vi se att på dagsnivå är måtten omsättningshastighet och betald skillnad i köp och säljkurs små. Motsvarande årliga mått kan fås genom att multiplicera dagliga måttet med antalet börsdagar. För samplet av initialmissioner kan vi därmed konstatera att omsättningshastigheten är 167 % per år medan den betalda skillnaden i köp och säljkurs eller realiserade transaktionskostnader per år är 0.44 % i genomsnitt. I en jämförelse av likviditetsmått för samplet av initialmissioner med ett kontrollsamplet av 52 aktier som representerar marknaden som helhet finner vi att alla likviditetsmått indikerar en bättre likviditet för samplet av initialmissioner.

Tabell 4. Estimering av förhållandet Avkastning till Skillnad köp-sälj kurs, Omsättningshastighet, Betald skillnad köp-sälj.

Följande ekvation estimeras i en poolad tvärnitt och tids-serie regression: $avkastning_{i,t} = \alpha_i + \beta likviditet_{i,t} + \varepsilon$

där *avkastning* är en akties dagliga förändring i pris, α koefficienten för interceptet, β är koefficienten för det undersökta likviditetsmättet för aktie per dag samt ε är feltermen i estimeringen.

Regression Variabler	Beroende	Regression 1 Förklarande	Regression 2 Förklarande	Regression 3 Förklarande
Dagliga observationer under sex månader efter initialemissionen för 25 bolag 1998-1999	Avkastning	Skillnad köp-sälj kurs	Omsättnings- hastighet	Betald skillnad köp-sälj kurs
Intercept α		0.000031	0.001700	0.001610
t-värde		3.60	2.17	2.06
p-värde		0.000	0.030	0.039
Koefficient β		-0.191000	0.123000	40.812000
t-värde		-2.05	3.20	4.36
p-värde		0.040	0.001	0.000
Antal observationer		2728	2728	2728
F-värde för modellens signifikans		10.25	4.21	19.04

Medeltalet för skillnaden mellan köp och sälj är 0.46 % för initialemissionerna mot 2 % för kontrollsamplet. Denna skillnad är signifikant på 99 % signifikansnivå både i ett parvist t-test av skillnaden i medeltal och i ett Wilcoxon signed rank test. Medeltalet för den dagliga omsättningshastigheten är 0.67 % för initialemissionerna mot 0.17 % för kontrollsamplet. Denna skillnad är signifikant på 99 % signifikansnivå i ett parvist t-test av skillnaden i medeltal men inte signifikant i ett Wilcoxon signed rank test. Endel av initialemissionerna är extremt högt omsatta under den första sexmånaders perioden vilket drar upp medeltalet för omsättningshastigheten medan medianen är lägre än för kontrollsamplet. Medeltalet för den dagliga betalda skillnaden mellan köp och sälj är 0.0018 % för initialemissionerna mot 0.0031 % för kontrollsamplet. Denna skillnad är signifikant på 99 % signifikansnivå både i ett parvist t-test av skillnaden i medeltal och i ett Wilcoxon signed rank test. Resultaten visar klart att samplet initialemissioner är mera likvitt än det jämförda kontrollsamplet under de första sex månaderna efter initial-

emissionen.

Tabell 4 beskriver förhållandet mellan den dagliga avkastningen för samplet nyemitterade aktier och de tre likviditetsmått, skillnad i köp och säljkurs, omsättningshastighet och betald skillnad i köp och säljkurs. Förhållandet estimeras i en poolad regression av tvärnitt och tidsseriedata för 25 aktier listade under åren 1998 och 1999. Tidsserien sträcker sig från emissionsdagen upp till sex månader efter nyemissionen. Totala antalet observationer är 2728. Estimeringen är korrigerad för autokorrelation och heteroskedasticitet. Separata rho matriser estimeras för varje aktie.

De tre likviditetsmått har alla ett signifikant samband med avkastningen under de första sex månaderna efter initialemissionen. Förhållandet mellan avkastning och skillnad mellan köp och säljkurs är negativt och signifikant på 95 % signifikansnivå (t-värde 2.05). En lägre skillnad mellan köp och säljkurs associeras med högre avkastning och tvärtom. Förhållandet mellan avkastning och omsättningshastighet är positivt och signifikant på 99 % signifikansnivå (t-

värde 3.20). En högre omsättningshastighet associeras med högre avkastning. Förhållandet mellan avkastning och den betalda skillnaden mellan köp och säljkurs är positivt och signifikant på 99 % signifikansnivå (t-värde 4.36). En högre betald skillnad mellan köp och säljkurs associeras med högre avkastning. Det sistnämnda förhållandet är det starkaste både då vi jämför p-värden och modellernas signifikans med hjälp av F-värden. F-värdena är 10.25 för det första måttet, 4.21 för det andra måttet och 19.04 för det tredje måttet. Om vi tolkar detta som ett tecken på att den betalda skillnaden i köp och säljkurs är det mest relevanta likviditetsmåttet bekräftar resultaten hypotesen om ett likviditetspremium i de undersökta initialemissionerna. Mera likvida aktier prissätts högre vid introduktionen och avkastar därefter mindre eftersom den höga likviditeten inte behöver kompenseras för i avkastningen. Mindre likvida aktier prissätts lägre vid introduktionen och avkastar därefter mera för att kompensera för lägre likviditet. Tecknet för det första likviditetsmåttet, skillnad i köp och säljkurs, är dock motsägelsefullt till hypotesen om ett likviditetspremium. Förhållandet mellan skillnad i köp och säljkurs och avkastningen är dock mindre signifikant och vi kan knappast vänta oss att den fulla dynamiken i prisstigningen av ett eventuellt likviditetspremium skulle spela ut sin roll under de första sex månaderna efter initialemissionen.

SAMMANFATTNING OCH TOLKNING AV RESULTATEN

Denna studie har som mål att studera i vilken utsträckning emissionsarrangörerna har förbättrat likviditeten för nyemissioner i Finland. Studien mäter också likviditeten på eftermarknaden för ett sampel nyemissioner och undersöker om det finns ett samband mellan likviditet och avkastning för dessa aktier under de sex första månaderna efter nyemissionen.

I analysen av utnyttjandegraden av överteckningsoptioner kan en klar skillnad mellan utnyttjandegraden i initialemissioner som går upp första dagen i jämförelse med initialemissioner som är svaga den första dagen konstateras. Emissionsarrangörerna har

haft och också utnyttjat denna möjlighet att i svaga initialemissioner köpa upp till i genomsnitt 11.4 % fler aktier än den ursprungliga emissionsstorleken i finska initialemissioner under perioden 1994–2000.

Genomsnittstorleken av överteckningsoptionerna är lika under båda perioderna och ligger kring 11.4 % med ett maximum på 35 % medan vissa emissioner inte har överteckningsoptioner. Att den relative storleken av överteckningsoptionerna är lika för båda perioderna är speciellt intressant med tanke på att stabilisering inte var entydigt accepterat under den tidigare perioden. En intressant observation är att storleken av överteckningsoptionerna är klart större i genomsnitt för initialemissioner som sedermera går ner i pris. Storleken av överteckningsoptionerna verkar ha ett samband med en större risk för negativ utveckling i kursen för aktien under de första dagarna. Optionskontraktens storlek varierar mindre under den senare perioden. Stabilisering med hjälp av överteckningsoptioner är en accepterad strategi under den senare perioden och en standard måttstock för den lämpliga kontraktstorleken har uppenbarligen utvecklats. Under den senare perioden experimenteras också med kontrakt som ger emissionsarrangören rättighet att köpa fler aktier för stabilisering än vad som kan säljas vid stor efterfrågan. Ett bolag, Belton Yhtiöt Oyj, gör avtal om marknadsgaranti med emissionsarrangören i stället för att avtala om stabiliseringsåtgärder. I detta fall ser arrangemanget med en marknadsgarant som garanterar köp och säljpris i aktien också efter de första 30 dagarna ut att bidra till en stabil utveckling för aktien.

I en jämförelse av ett sampel initialemissioner till marknaden i övrigt är initialemissionerna klart mera likvida än det jämförda kontrollsamplet under de första sex månaderna efter emissionen. Denna bättre likviditet kan attribueras både till stabiliserande åtgärder av emissionsarrangören och till större intresse kring nyemissionen. Intressanta frågor för framtida studier är hur länge denna likviditetsskillnad är märkbar och vad som går fel i de emissioner som inte lyckas upprätthålla denna bättre eller lika hög likviditet som marknaden i övrigt. Resultaten bekräftar tidigare studier som Eckbo och Norli

(2000) och är i linje med både en hög initialavkastning eftersom aktien drastiskt justeras till en högre likviditetsnivå på listningsdagen och till en lägre långsiktavkastning eftersom likviditetsrisken är mindre i en nyemitterad aktie.

Sambandet mellan initalmissionernas avkastning och deras likviditet mätt med ett urval etablerade likviditetsmått indikerar ett signifikant samband mellan avkastning och likviditet. Resultaten verkar stöda hypotesen om ett likviditetspremium som kompenseras med högre avkastning för lägre likviditet mätt som betald skillnad i köp och säljkurs. Oberoende av kausaliteten och dynamiken i detta samband kan konstateras att likviditet därmed är mycket viktig för att en initalmission ska ge en god avkastning efter listningen. Emissionsarrangörer bör därmed utveckla sina långsiktiga likviditetsfrämjande metoder i samband med initialmissioner. Möjligheterna att engagera en marknadsgarant av priset i aktien kunde säkert vara en bra lösning i många fall. Investorer å andra sidan bör följa med utvecklingen i likviditeten på eftermarknaden för en initalmission och ta en nedgång i denna som en varning.

REFERENSER

Aggarwal, Reena (2000): Stabilization activities by underwriters after Initial Public Offerings, *Journal of Finance* 55, 1075 – 1103.

Chalmers, John M.R. and Gregory B. Kadlec (1998): An empirical examination of the amortized spread, *Journal of Financial Economics* 48, 159–188.

Demsetz, Harold (1968): The cost of transacting, *Quarterly Journal of Economics* 82, 33–53.

Datar, Vinay T., Narayan Y. Naik and Robert Radcliffe (1998): Liquidity and stock returns: An alternative test, *Journal of Financial Markets* 1, 203–219.

Eckbo Espen B., Ronald W. Masulis and Öyvind Norli (2000): Seasoned public offerings: Resolution of the 'New issues puzzle', *Journal of Financial Economics* 57.

Eckbo Espen B. and Öyvind Norli (2000): Leverage, liquidity and long-run IPO returns. Unpublished working paper, Amos Tuck school of Business, Dartmouth USA.

CHRISTER PETERSON*
EKONOMIE DOKTOR

MOT ETT INTEGRERAT NORDISKT SKOGS- INDUSTRIELLT KLUSTER

DET STORSKALIGA INDUSTRISYSTEMETS UTVECKLINGSMÖNSTER

När den tillträdande presidenten Eisenhower utsåg General Motors koncernchef Charles E. Wilson till försvarsminister 1953 väckte det kritik. Wilson var aktieägare i GM som inte bara tillverkade bilar utan också krigsmaterial. Wilson blev utfrågad inför ett kongressutskott om han skulle kunna ta ett beslut i nationens intresse som gick emot företagets intresse? I förhoppning om att slippa sälja sina GM-aktier svarade Wilson att sådana konflikter skulle aldrig uppstå och formulerade därvid de sedan dess bevingade orden:

"I cannot conceive of one [conflict] because for years I thought what was good for our country was good for General Motors, and vice versa. The difference did not exist. Our company is too big. It goes with the welfare of the country".

Under 1990-talets första år gick Sverige och Finland in i den djupaste av kriser under efterkrigstiden. Ett par skrifter som med pessimistiska förtecken diskuterade den svenska skogsnationens framtid, och framställde den finska skogsindustrin som en mycket svår konkurrent på europamarknaden, blev inspirationskällor till mitt forskningsprojekt om "den nordiska skogsindustrins internationalisering". I föreliggande uppsats argumenteras för att den nordiska skogssektorns resurser integreras till ett gemensamt skogsindustriellt kluster. Erfarenheterna från avindustrialiseringen i USA tas som utgångspunkt. De nordiska länderna skall inte konkurrera med varandra i Europa med standardprodukter. Med tradition, kompetens och insikter skall vi tillsammans fokusera den globala marknaden.

Citatet (U.S. Senate, 1953) har blivit klassiskt och använts otaliga gånger, inte minst i vårt land genom formuleringen: "Vad som är bra för Volvo är också bra för Sverige!"

Det här var i början av 1950-talet och den amerikanska ekonomin stod i full blom. Praktiskt taget allt vad amerikanerna köpte var tillverkat "domestic". Företagen hittade lätt nya framtidsbranscher, åstadkom massproduktion av standardprodukter på den stora hemmamarknaden, tjänade pengar, investerade och åstadkom ännu mera storskalighet och sysselsättning och därmed välfärd.

De stora amerikanska företagen, som hade ett stort internationellt försprång och dominerade världsekonomin fullständigt, började nu sälja ut patent främst till japanerna för att hjälpa till att vitalisera deras industrier efter kriget. Med patentförsäljningen för-

* Universitetslektor vid Handelshögskolan vid Umeå universitet, Sverige

lorades också monopolet på prisledarskap, och under 1960-talet blev det möjligt att för snart sagt vilken nation som helst att med tillgänglig teknik producera standardvaror i stor skala. "Avinustrialiseringen" i USA hade blivit uppenbar.

Amerikanerna mötte den nya konkurrenssituationen med billiga utländska varor som bilar och stål med importkvoter och annan protektionism. Men dessa aktioner försämrade den amerikanska välfärden eftersom amerikanen i gemen upptäckte att han betalade överpris för exempelvis bilar som tillverkats i Detroit jämfört med de som producerats i Japan. Nästa steg blev därför att priskonkurrera; om utländska företag kunde tillverka billigt så kan väl amerikanska, tänkte man, och så började man rationalisera och kräva lönesänkning. Konsekvensen blev att vinsterna försämrades ytterligare. Fundamenten i den ekonomiska teorin, nämligen den att fullständig konkurrens eliminerar vinster, hade blivit synliga.

När importkonkurrensen inte kunde hejdas och priskonkurrens inte var möjlig, övergick man till finansiella åtgärder. De stora amerikanska företagen ombildades till holdingbolag i syfte att mera effektivt förvalta de producerande företagens tillgångar. Fusioner blev lösningen på strukturproblemen och resulterade i en "merger mania" med stora konglomerat som följd (Hayes, R. H. & Abernathy, W. J. 1980, s. 75).

Många av de förvärvade företagen såldes emellertid ut 10–15 år senare när det blev uppenbart att fusionsstrategin inte kunnat effektivisera de förvärvade produktionsanläggningarna. Under dessa år, d.v.s. från mitten av 1960-talet, föll vinstnivån i den amerikanska industrin dramatiskt med undantag för några år under första hälften av 1980-talet, då president Reagan drog igång en omfattande militär uppbyggnad. Vidare började utländska företag förvärva amerikanska tillgångar och den amerikanska välfärdsutvecklingen stagnerade. Man pratade om *en förlo-rad amerikansk konkurrenskraft*.

Den amerikanska välfärdsutvecklingen är numera i mycket liten utsträckning beroende av "de gamla, traditionella amerikanska

kärnföretagens" konkurrenskraft eller framgångar på internationella marknader. Avindustrialiseringen har medfört att idag finns inga "riktiga amerikanska" företag, inga "riktiga amerikanska" branscher, och det finns inte heller något "riktigt" eller homogent USA.

Alla ekonomier som byggt på storskalighet har förr eller senare genomgått samma utvecklingsförlopp som de ovan beskrivna för den amerikanska industrin; så ock den svenska. Storskalighet blev lösningen även för svensk skogsindustri och förankrades snabbt som branschsantering när den amerikanska skogsindustrin började konkurrera under 1950-talet genom sina etableringar i Europa. Storskaligheten var (som utvecklat i min bok om svensk och finsk skogsindustri) en lika logisk som för tiden riktig strategi, eftersom de svenska skogsföretagen hade relativt starka balansräkningar, och landet i övrigt besatt en konkurrenskraftig infrastruktur. Och lika logiskt var det att den finska skogsindustrin valde en strategisk utvecklingslinje som byggde på kundanpassning och högre förädling (Peterson, 1996).

Vi har också i Sverige haft diskussioner om importkvoter av bilar (trots vårt stora beroende av en icke-protektionistisk omvärld) när den japanska anstormningen blev besvärande. Och de svenska biltillverkarna drog långt in på 70-talet fördel av ett, relativt andra inhemska industribranscher, högt tullskydd (Elsässer, 1995). Volvo började diversifiera över branschgränserna och med skattearbitrage som drivkraft blev företaget snart ett konglomerat av amerikanskt snitt. Mycket av tänkesätten i den amerikanska ekonomin har sålunda importerats till Skandinavien, och företagssammanslagningar blev lösningar på allehanda strukturproblem även i Sverige.¹ 1970-talet blev industrikrisernas årtionde i Sverige, och fusioner blev vanligt med en dramatisk ökning i statistiken som följd. Vem kan idag förstå att Astra förvärvat företag som producerat skidvalla, rengöringsmedel och parfym? Dessa verksamheter såldes också ut när fusionshysterin förbyttes i den nya managementdoktrinen "back to basic" runt 1980.

¹ För en diskussion kring begreppen branschsantering och tänkesätt, se exempelvis Spender (1989) och Melin (1991).

De svenska skogsföretagen har emellertid inte som ett antal andra storföretag diversifierat sig över branschgränserna. Vinsterna har istället investerats i kapacitetsutökningar och – på gott och ont – i papperskvaliteter som redan producerats i stor utsträckning; traditionsbundenheten har varit stor. De stora vinsterna från 1980-talets fantastiska konjunktur finansierade emellertid direktinvesteringar i kolossalformat utomlands, och resulterade i förvärv av nya teknologier och kvaliteter som saknades i den svenska produktportföljen. De svenska skogsföretagen byggde imperier och hoppade därigenom på ett genialiskt sätt bock över utvecklingskedan som finska företag mödosamt arbetat sig igenom. Och liksom USA för 25-talet år sedan, gick Sverige i början av 1990-talet in i avindustrialiseringens tidevarv; det gäller inte minst skogsindustrin.

DEN VÄRLDSVIDA VÄVEN

I polemik med en av svensk skogsindustris tyngsta beslutsfattare som hävdar att "det som är bra för företagen är bra för Sverige"², menar jag att nationsgränserna numera saknar betydelse. Charles E. Wilsons klassiska uttalande har helt enkelt blivit otidsenligt. Och vad som var bra för skogsföretaget Stora, var nödvändigtvis inte bra för Sverige.

De svenska skogsföretagen är numera multieuropeiska företag med ett nät av produktionsanläggningar runt om på kontinenten; en och annan produktionsenhet finns t.o.m. på andra kontinenter. För *företaget* saknar därmed nationsgränserna betydelse. Det innebär att företagen nu investerar och kommer att fortsätta investera där koncernens eget kapital på balansräkningen kan maximeras. Det är inte något nytt påfund, som härletts ur det finansiella mantrat "share holder value". Det finns många exempel på hur man inom multinationella konglomerat låtit olika forsknings-, konstruktions- och produktionsenheter konkurrera internt för att sedan slutgiltigt satsa på den lösning som ledningen bedömer som mest potentiell. Det var ju meningen att konkurrensen mellan Volvo och Scania skulle upprätthållas

även efter den tilltänkta sammanslagningen genom ett "competitive partnership".

I och med att företagen blir multinationella får produktionsanläggningarna karaktären av ett "World Wide Web". Företagets framgång beror på den samlade kapaciteten i koncernens anläggningsnät, och det uppstår därmed en spontan konkurrens mellan noderna i nätet. Hur kan produktionsenheterna i Piteå, Sundsvall, Kvarnsveden etc. konkurrera inom sina respektive koncerners världsvida väv av produktionsanläggningar? Vilken kompetens har man, och vad kan man tillverka där, som går att sälja på en världsmarknad i konkurrens med produkter tillverkade av länder med löne- och råvarukostnader som är signifikant lägre än det svenskproducerade?

Analogt med de amerikanska kärnföretagen är de svenska skogsföretagen, liksom den svenska industrin över huvudet, på väg att bli "avsvenskade" och därmed mindre viktiga för den svenska välfärdsutvecklingen. Skogsindustrin är kapitalintensiv, och det fanns en tid när vi såg detta som en komparativ fördel; utvecklingsländer i Sydamerika och Sydostasien hade svårigheter att finansiera en industrialisering av sina stora råvarutillgångar. Den tiden är nu förbi och kinesiska dollarmiljardärer finansierar anläggningar, och indonesier tillverkar papperprodukter av samma kvalitet, men till betydligt lägre kostnad än det som produceras i Norden. Vi är för få människor i vår perifera del av Europa för att det skall löna sig att tillverka standardprodukter med sina ständiga krav på storskalighet och kostnadseffektivitet.

Vår stora råvarubas med sina gamla komparativa fördelar är inte längre lika viktig, och frågan som ställdes i 1990-talets början i några IVA-skrifter,³ huruvida Sverige som skogsindustrination är på väg att avvecklas, är i allra högsta grad berättigad. Där framställdes också den finska skogsindustrin, understödd av en offensiv industripolitik, som en mycket svår konkurrent på europamarknaden. Utvecklingen i Europa, där inte bara svenska och finska, utan också nordamerikanska skogsföretag ständigt omgrupperar

² Intervju med Björn Häggglund, VVD på StoraEnso, i *Dagens Nyheter* 99 05 07, Brännpunkt: Det som är bra för företagen är bra för Sverige.

³ IVA uttyds Kungliga Ingenjörsvetenskapsakademien.

sig, ansågs vara avgörande för den svenska skogsindustrins framtid. Konkurrenssituationen fick den dramatiska benämningen "Slaget om Europa" (IVA-rapport, 1992 och IVA-M 285, 1992).

Den framtida positioneringen av den svenska skogsindustrin är viktiga frågor för välfärdsstaten Sverige eftersom utlandsetableringar utlöser två effekter. En negativ beroende på om direktinvesteringen utgör substitut för export från hemlandet, och en positiv beroende på om investeringen utgör komplement till exporten. I det förra fallet ersätts exporten av lokal produktion i utlandet, exporten av insatsvaror från Sverige ökar, och det negativa inslaget på välfärden består i att förädlingskedjorna i Sverige blir kortare. Den positiva effekten består i att handeln inom koncernen kan ge ökad totalförsäljning; det ges möjligheter till bättre samordning, produkt- och kundanpassning, tryggare leveranser och bättre service.

En studie av svenska utlandsetableringar och en analys av de två ovannämnda effekterna ger vid handen att den ökade koncernhandeln *inte* kunde kompensera för de minskade förädlingskedjorna. "Utlänkning" hade alltså en negativ totaleffekt och förädlingsvärdet per anställd (och därmed bidraget till välfärden) i Sverige minskade sålunda. Studien avsåg samtliga branscher inom tillverkningsindustrin (SOU 1993). Med kännedom om att sysselsättningsläget inom den svenska skogsindustrin minskat påtagligt under 1990-talet finns det all anledning att anta att skogsindustrins utlandsetableringar resulterat i ett minskat välfärdsbidrag från den svenska skogsindustrin. Sedan är det en helt annan sak att utlandsetableringarna varit nödvändiga för den svenska skogsindustrins överlevnad.

Svensk välfärd skapas alltså vid svenska bruk oberoende av var företagens huvudkontor ligger. Och frågan är om en så liten nation som Sverige också kan ta steget fullt ut i amerikaniseringsprocessen och tillåta sig att upphöra att vara ett "riktigt" Sverige. Vår nation är fortfarande (till skillnad från USA) en avgränsad nationell enhet, och vi försöker exempelvis upprätthålla ett gemen-

samt socialt skyddsnet och ett enhetligt utbildningssystem. Har vi verkligen råd att med det stålbad som globaliseringen åstadkommer, med vattnet också slänga ut all vår industriella patriotism som nu sker med utförsäljningen av det ena storföretaget efter det andra? Jag tror att Sverige inom en snar framtid kommer att drabbas av en globaliserings baksmälla.

FÖRÄNDRINGSKRAFTERNA OCH DERAS URMODER

Statistik visar att den svenska massa- och pappersindustrin ökade (visserligen från en relativt låg nivå) sina direktinvesteringar utomlands dramatiskt från 1986.⁴ Samma utveckling gäller även för andra branscher och dessutom var trenden internationell och inte unik för Sverige. En stark förändringskraft var inte minst "the spirit of 92"; de multinationella företagen ville försäkra sig om att finnas på plats när den europeiska gemensamma marknaden tillskapades. Osäkerheten kring energiförsörjningen förlamade dessutom skogsindustrins investeringsbenägenhet i Sverige under 1980-talet samtidigt som returfiberteknologin växte fram ute på kontinenten.

På företagsnivå härjar förändringskrafter ständigt. Skogsindustrin har genom sin kapitalintensitet en förhållandevis hög andel fasta kostnader och därmed också en hög s.k. kvasiränta (Williamson, 1983).⁵ Faktum är att andelen fasta kostnader inom skogsindustrin utgör nästan 50 procent av de totala kostnaderna, vilket gör det mer eller mindre omöjligt att snabbt anpassa sig till lägre intäkter vid lågkonjunkturer. Kvasiräntan, förhandlingsutrymmet eller "det opportunistiska beteendet" mellan kund och producent på olika delmarknader, blir sålunda motsvarande stort och förklarar varför prisutvecklingen inom skogsindustrin ofta är oscillerande; man fortsätter att producera och sälja trots att man borde slå igen.

Förekomsten av en (stor) kvasiränta talar för att alla skogsförädlade företag borde vara vertikalt integrerade eftersom skogsresurserna då utnyttjas bäst. Fenomenet är för

⁴ Sveriges Riksbank; *Betalningsavdelningen*.

⁵ Begreppet definieras som fasta kostnader plus vinsten eller, intäkter minus rörliga kostnader; kvasiräntan är helt enkelt bidraget till täckandet av fasta kostnader.

närvarande särskilt synligt inom sågverksnäringen där de kapitalstarka storföretagen dumpar priserna för att över huvud taget få leverera sin produktion med konkurser och nedläggning som följd bland de s.k. köpsågverken som inte har en tillräcklig finansiell uthållighet.

Även om koncentrationen inom skogsindustrin ökat under det senaste årtiondet återstår ännu många sammanslagningar innan marknadsbilden får en oligopolistisk karaktär. Huvuddelen av pappersprodukterna befinner sig i ett moget skede i sin livscykel och karaktäriseras därför av långsiktigt fallande realpriser. Branschen strävar därför ständigt efter kostnadseffektivitet vilket oftast är synonymt med storskalighet, och att som Boston-matrisen förordar, kunna fortsätta att jobba sig ner efter "experience-kurvan" och tjäna in kassaflöde. Det typiska beteendet har varit att muta in råvara genom att tidigt anmäla utbyggnader och efter en högkonjunktur följaktligen plöja ner vinsterna i kapacitetsutökningar. Eftersom industrin är så kapitalkrävande söker man minimera den tekniska risken genom att fortsätta utveckla det man redan är duktig på. Eller som en teknisk direktör uttrycker saken: "Om man ungefärligen gör som man gjort förut, kommer man ungefärligen rätt."⁶ Tänkesättet minskar osäkerheten men leder ofta till överkapacitet.

Begreppen kassaflöde och experience-/inlärningskurvor är centrala i Boston-matrisen som är ett sedan slutet av 1960-talet ofta använt marknadsstrategiskt verktyg inom skogsindustrin. En hel del kritik har under åren riktats mot matrisen (Krugman, 1994). Verktyget bygger på tron att det finns stabila, förutsägbara inlärningskurvor genom vilka ett företag kan omsätta en dominerande marknadsdel i en framtida, bestående kostnadsfördel framför konkurrenterna. I praktiken är inlärningskurvorna mindre pålitliga och svåra att identifiera. Företag inom en industri har vidare en benägenhet att klassificera samma produkter som "Stjärnor" vilket innebär att segmentet drar till sig mera investeringar och utvecklar överkapacitet; därmed förloras prisledarskapet och vinsten minskar. Det ovannämnda innebär att "Kas-

sakossor" inte är givna; även om ett företag är dominerande på en långsamt växande marknad kan andra etablera sig exempelvis med en ny produktionsteknik eller ny distributionskanal. Ett sådant exempel inom skogsindustrin kan utbyggnaden av den europeiska testlinerkapaciteten vara, som blev ett störande inslag för den svenska kraftlinerproduktionen.

Tänkesättet bakom Boston-matrisen premierar fusioner och utveckling av konglomerat, där en "Ko" skall finansiera en ny och tillväxande bransch eller produkt. Synsättet medförde en rad olyckliga äktenskap under Sveriges 1970-tal. Uppbyggnaden av konglomeratet kring Volvo är måhända det bästa exemplet, där koncerndelarna så småningom såldes ut och visade sig vara värda mera än helheten. Storas förvärv av Swedish Match kan vara ett exempel på ett sådant mindre lyckat äktenskap inom skogsindustrin.

Ovan nämnda faktorer, nämligen kväsiräntan som inbjuder till ett opportunistisk marknadsbeteende, den fragmenterade företagsstrukturen som förstärker priskonkurrensen och uppmuntrar till traditionsbundenhet, leder många gånger till mindre rationella investeringar. Storskalighet och överkapacitet går ofta hand i hand, och resulterar i en instabil och oscillerande prisutveckling med otillfredsställande vinstnivå i branschen. Skogsindustrin har haft svårt att leva upp till aktieägarnas förväntningar under konjunkturcyklerna.

Den tekniska utvecklingen som ständigt ökar skalfördelarna och flyttar fram det möjligas gränser är förändringskrafternas urmoder (Solow, 1956). Vi är nu mitt uppe i en revolution. För hundra år sedan var det maskinerna som förändrade världen. I dag är det den digitala revolutionen som påverkar samhälle, företag och människa. Vi levde i och pratade om informationssamhället i 25 år utan att påtagliga resultat kunde förväntas i industrin. "Nätet" blev tillgängligt för den stora allmänheten först en bit in på 1990-talet. I den mån nationsgränserna inte redan är betydelselösa blir de definitivt det genom den digitala dimensionen (Naisbitt, 1997). Affärsidéer, strategier och branschansningar omformuleras i takt med denna teknikens

⁶ Intervju med Anders Nordstrand, MoDo, i Örnsköldsvik, 1993-12-22.

och marknadens utveckling. Och skogsindustrin har redan märkt att halveringstiden för gällande teknik minskat dramatiskt under 1990-talet; vad som är ny teknik blir standard efter fyra-fem år, och pappersmaskinerna byggs om efter allt kortare tidsintervaller.

Det fanns en tidig god cirkel i Sverige mellan skogsindustrin och den branschrelaterade maskinindustrin. Maskinindustrin har emellertid under hand p.g.a. lönsamhetsproblem och en mindre uthållig ägarstruktur absorberats av finska och norska koncerner. Nu hävdas ibland att detta saknar betydelse; kunskapen finns ju fortfarande i Karlstad och i Sundsvall, och de teknologiska framstegen blir kända över en natt och därmed tillgängliga för alla. Detta resonemang är förrädisk. All ny teknik har en transaktionskostnad. Det kostar att lära sig modern teknik och det kostar att lära sig tillämpa den, och det blir svårare och dyrare att överta allt nyare teknik. Det finns alltså en stor poäng med att vara "first mover" och dra fördel av uppfinnareffekten, och därmed tidigare än konkurrenterna kunna börja arbeta sig nedför inlärningskurvan (Chandler, 1990).

Den digitala dimensionen kommer att ytterligare fördjupa utbytesmöjligheterna mellan de två kunskapsdomänerna fiberkunnandet och maskinteknologin. Pappersförsäljaren förmedlar marknadens krav och liksom tidigare får maskiningenjören klara ut vad som är möjligt; och vad som är möjligt är redan gjort! Den digitala tekniken kommer att tränga in i produkter, tjänster, marknader; intelligenta dokument och smarta förpackningar är redan på väg. Specifika nätverk eller tankesmedjor kommer att utvecklas och fungera som globala tjänsteproblemlösningföretag för skogsindustrin. Det är i dessa kunskapsnätverk, "the locus of innovation" kommer att finnas i framtiden, snarare än i individuella företag (Powell et al, 1996). De nordiska producenterna har alltid haft trycket på sig att vara mer visionära och mer innovativa än producenter med stora hemmamarknader. Det framtida kravet på de nordiska företagen om teknologiskt ledarskap kommer att accentueras i takt med den

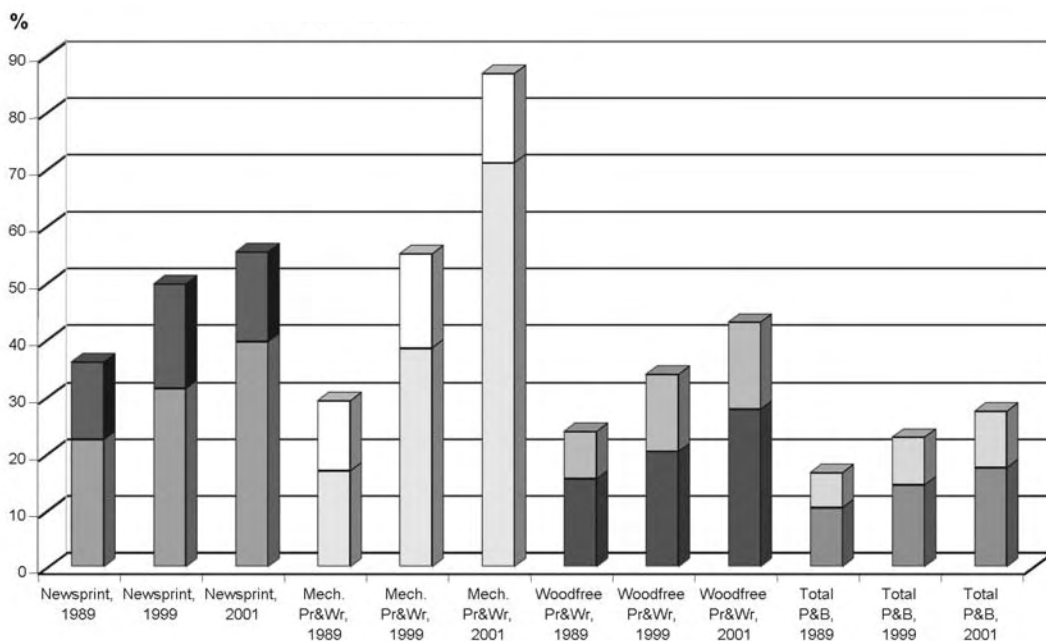
ökade globaliseringen.

Under de senaste tio åren har de finska maskinbolagen undergått ständig omstrukturering och anpassning till marknadskraven. På världsmarknaden har tidigare tre företagsstrukturer (ett finskt, tyskt och amerikanskt) inom pappersmaskinsegmentet nu reducerats till två. Det finska Metso Paper anses vara världsledande. Inom maskinsegmentet för massaprocesser pågår också en fortlöpande omstruktureringsprocess, där tidigare finska Ahlström, numera ingående i österrikiska Andritz, intar en framskjuten position. Den finska maskinindustrin kan med andra ord leverera i stort all utrustning till massa- och pappersindustrin, och de finska skogsindustri-företagen har därmed snabbare tillgång till och inre kontroll över den snabbt föränderliga och för skogsindustrin så viktiga processteknologin. Det finska skogsindustriella systemet är idag ett imponerande bygge där staten, väl medveten om klustrets enorma betydelse för landets välfärd, tagit sin del i såväl tekniska som finansiella risker. Som fullvärdiga medlemmar i EU kan emellertid den finska staten i fortsättningen inte bedriva en alltför offensiv industripolitik och därför minskar staten nu också fortlöpande sin ägarandel.

AVVECKLA 'SLAGET OM EUROPA' OCH FOKUSERA PÅ DEN GLOBALA MARKNADEN

Finland har egentligen redan vunnit slaget om Europa. Av de fem största producenterna i Västeuropa (StoraEnso, UPM-Kymmene, Metsä,⁷ SCA och Jefferson Smurfit, som står för 36 procent av den totala produktionskapaciteten för papper och kartong) är de tre största företagen finska. Dessa positioner har visserligen för första och tredje företaget nåtts efter sammanslagningar med svenska bolag, som dock mera har karaktären av "take over" än regelrätta fusioner. Trots de nordiska företagens dominans i Europa är det emellertid inte självklart att de nordiska länderna, med sina begränsade nationella resurser och marginella hemmamarknader, skall överleva som skogsnationer med en allt mer dynamisk och global skogsindustri. Låt oss sluta fred i Slaget om Europa och i stället

⁷ Företaget har ändrat sitt namn till M-Real. Här används dock det gamla, klassiska namnet.



Figur 1. Koncentrationsgraden för de fem och tio största skogsföretagen inom några produktfamiljer 1989, 1999 och 2001 i procent av total världsproduktion.

Källa: Jaakko Pöyry Consulting. Siffrorna avser 1:a kvartalet för 1989 och 1999 samt 2:a kvartalet för 2001.

utveckla det fantastiska nordiska skogsindustriella kluster, som vi har komparativa fördelar för, och sedan fokusera på den globala marknaden.

Förändringskrafter på företagsnivå som kvasiräntan, den fragmenterade strukturen och överkapaciteten, som utgör huvudförklaringar till den otillfredsställande lönsamheten, verkar samtliga för en fortsatt koncentration. De tre största tillverkarna av mobiltelefoner har en andel på storleksordningen 60 procent av världsproduktionen, och de fem största tillverkarna andel av bilar är ca 50 procent. Av diagrammet (Figur 1) framgår att de fem största skogsbolagen bara har ca 17 procent av världens totala produktion. Låt oss anta att skogsindustrin måste bli lika koncentrerad för varje produktfamilj (tidningspapper, trähaltigt, etc.) som bilindustrin för att en marknadssituation av mer oligopolistisk karaktär skall föreligga. Bilindustrin med sitt modultänkande, kan montera en rad olika modeller utifrån gemensamma komponenter. Skogsindustrin har inte

samma rationella kombinationsmöjligheter, och ett multinationellt skogsföretag kommer sannolikt att verka i maximalt två, möjligen bara ett produktområde. Utvecklingen kommer att tvinga branschen till en sådan struktur, vilket ger bättre kontroll över investeringarna och en lägre och framför allt lugnare utbyggnadstakt; lönsamheten skulle därmed kunna stabiliseras på en tillfredsställande nivå.

Diagrammet visar marknadskoncentrationen för (från vänster) tidningspapper, trähaltigt skriv- och tryckpapper, träfritt skriv- och tryckpapper samt totalt papper och kartong för åren 1989, 1999 och 2001.⁸ Den undre delen av staplarna avser de fem största företagens sammanlagda produktionskapacitet, och den övre delen företagen på sjätte till tionde plats sammantaget; en hel stapel illustrerar alltså de tio största företagens sammanlagda marknadsandel.

Av diagrammet framgår att för produktfamiljen tidningspapper har de *tio* största producenterna år 2001 en andel av ca 55 procent. Detta är en ökning från 50 procent

⁸ Träfritt papper består traditionellt till 90 procent eller mer av kemisk massa. Ett fiberinnehåll mindre än 90 procent kemisk massa betraktas som trähaltigt papper.

på drygt två år (nio kvartal), och från 36 procent under den studerade tolvårsperioden (de tre staplarna längst till vänster). Vi ser vidare att koncentrationsgraden för de *fem* största har ökat ungefär lika mycket de två senaste åren som för tioårsperioden dessförinnan. Detta mönster är typiskt för hela diagrammet, och beror på, förutom fusionerna, att de fem-tio största företagen ständigt bygger ut sina kapaciteter, medan de andra företagen bygger ut i mindre omfattning. Strukturuomvandlingen inom skogsindustrin går med andra ord rasande fort.

Tråhålligt skriv- och tryckpapper redovisar den snabbaste koncentrationsutvecklingen. De *fem* största producenterna har ökat sin andel från 17 procent 1989 till drygt 38 procent 1999 och till 71 procent 2001. De *tio* största täcker in hela 87 procent; koncentrationsprocessen för denna produktfamilj, i vilken den finländska hemmaproduktionen har sin tyngdpunkt, har varit synnerligen omfattande.

Diagrammet visar också den förhållandevis fragmenterade produktionsstruktur som gruppen träfritt skriv- och tryckpapper fortfarande verkar i 2001. De *fem* största producenterna har en andel på ca 28 procent och de *tio* största täcker in 43 procent av världsprодукtionen år 2001; men koncentrationsutvecklingen har även här varit intensiv de senaste två åren. Vidare framgår (de tre staplarna längst till höger) att de *fem* största företagen 1989 hade en andel på ca 10 procent av den totala produktionen i världen på papper och kartong. Tolv år senare har siffran ökat till ca 17 procent. Totalsiffrorna ger belägg för att skogsföretagen koncentrerar sig på ett par produktfamiljer, och i framtiden sannolikt bara en. Världens största skogsföretag, International Paper, tätt följt av StoraEnso, täcker nämligen in "endast" fyra-fem procent av världsprодукtionen.

Diagrammet visar vidare att *om* de *tio* största producenterna för tidningspapper respektive träfritt skriv- och tryckpapper slår sig samman och reducerar sig till fem aktörer når de en marknadsandel på 55 procent respektive 43 procent. En sådan utveckling kan därför realiseras inom över-

skådlig tid om bara ägarstrukturerna bestämmer sig för det.

MOT ETT INTEGRERAT NORDISKT SKOGSINDUSTRIKLUSTER I EN TVÅ-STEGSPROCESS

Framväxten av ett nordiskt skogsindustrikluster inom respektive produktområde har egentligen påbörjats. Stora och Enso, liksom Metsä och MoDos respektive SCAs finpapperssegment är första sammanslagningar, som måste åtföljas av en rad andra fusioner. Dessutom måste de fusionerade företagen inom överskådlig tid i *ett andra steg* renodlas till två produktområden, som i sin tur genomför ett antal strategiska förvärv, allianser och utförsäljningar i Norden. Med tillgänglig produktionsstatistik kan man skönja de företagskonstellationer som måste till för att på sikt komma ner till *ett* produktområde.

Inom tidningspapperssegmentet finns två nordiska företag bland de *fem* största i världen. Produktionskapaciteterna inom Norske Skogsindustrier, StoraEnso, UPM-Kymmene, Holmen och SCA summerar upp mot 25 procent av världstotalen inom denna produktgrupp. Denna kapacitet fördelad på två konstellationer skulle ge megaföretag som blir de största i världen inom området.

Inom det tråhålliga skriv- och tryckpapperssegmentet har koncentrationsgraden, som framgått, ökat dramatiskt under de senaste två åren, och förvärvsmöjligheterna är därför begränsade. UPM-Kymmene och StoraEnso är de största med 26 respektive 20 procent av världskapaciteten. Kapaciteterna inom Myllykoski, Norske Skogsindustrier, SCA och Holmen summerar upp till 22 procent. Det skulle kunna bli ett tredje nordiskt megaföretag inom segmentet. En sammanslagning av tre av företagen skulle bara det vara något oerhört stort.⁹

Inom det mer fragmenterade träfria papperssegmentet har de nordiska producenterna redan organiserat upp strukturen. StoraEnso och Metsä har den andra respektive tredje största produktionskapaciteten i världen med ca fem procent vardera. Om UPM-Kymmene med sina drygt tre procent inord-

nas i någon av företagen blir det störst i världen.

Även förpackningsindustrin är relativt fragmenterad med SCA som enda nordiska företag bland de tio största i världen och störst i Västeuropa. Assidomän, Metsä och StoraEnso är andra nordiska producenter vars sammanlagda kapaciteter summerar upp till en andra plats i Västeuropa.

Inom det relativt högt förädlade kartongpapperssegmentet har StoraEnso den näst största produktionskapaciteten i världen och den största i Västeuropa. Metsä, Holmen, Assidomän och Korsnäs är andra nordiska producenter vars sammanlagda kapaciteter även de summerar upp till en andra plats i Västeuropa.

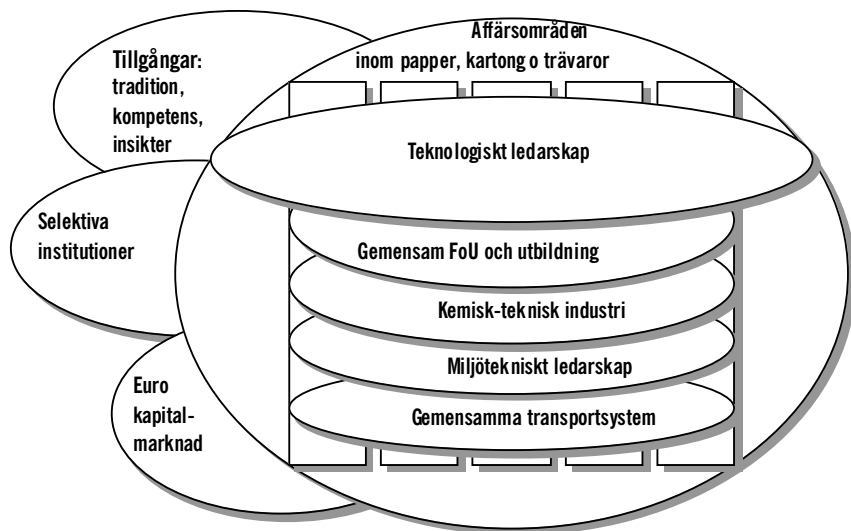
Med vägledning av de enskilda företagens produktionssiffror (och deras inbördes relativa marknadsandelar) som ligger bakom ovan skisserade megastrukturer, kan man ana vilka företag som kommer att koncentrera sig till respektive affärsområden. Hur de olika företagskonstellationerna sedan utformas beror på hur företagens värdekedjor är uppbyggda; hur dess ledtider från råvara till slutkund kan minimeras och dess värde maximeras. Det beror i sin tur på hur de logistiska systemen ser ut. Exempelvis den integrerade produktionen mellan tidningspap-

per och andra trähaltiga kvaliteter, i vilken utsträckning man kan nå optimala transportlösningar, liksom över huvud taget hur den strategiska hanteringen av den europeiska hemmamarknaden utformas. Och ytterst vad EUs konkurrensmyndighet godkänner.

Dessa omstruktureringar, sammanslagningar och strategiska allianser kan med fördel organiseras fram genom byte av aktier varvid korsvis ägande uppstår. De gamla genuina skogsbolagen kommer därför sannolikt att i framtiden vara förvaltningsbolag och förvalta aktier inom det nordiska skogssindustriklustret. Därmed kan också nya, stora, aktiva och branschkompetenta ägarstrukturer utvecklas i Norden med styrelser vars främsta uppgift är att agera visionärt, vilket är utomordentligt viktigt för klustrets fortlevnad.

KLUSTRETS FRÄMSTA TILLGÅNGAR

USA förlorade sitt monopol på prisledarskap på typiska amerikanska produkter när man genom patentförsäljningen ville hjälpa främst japanerna att vitalisera sina industrier efter kriget. På samma sätt förlorar Norden nu komparativa fördelar genom att kompetenta människor från den nordiska skogssindustrin utvecklar den sydostasiatiska



Figur 2. En tankemodell över ett nordiskt skogsindustrikluster.

skogsindustrin. Moderna fabriker med den senaste finska maskinteknologin kan alltså byggas upp var som helst i världen. Standardiserade papperskvaliteter framställda av billig råvara, producerade i storskaliga anläggningar, som opereras av billig arbetskraft utbildade av svenska ledare, konkurrerar nu med det som produceras i Norden. I ett långsiktigt perspektiv strider ju detta mot den nordiska skogsindustrins intresse; sydostasiaterna sätter redan press på priserna i Europa, den nordiska skogsindustrins hemmarknad.

Den nordiska skogsindustrins expansion har historiskt möjliggjorts genom ett råvarumonopol. De viktigaste och mest efterfrågade massatyperna kunde endast tillverkas av granved, som det fanns gott om i Norden även mätt med globala mått. Genom utvecklingen av blekningsprocessen på 1950-talet blev emellertid skogsområden runt om i världen där granvedsbeståndet var obefintligt intressanta råvarukällor. Genom det tekniska framåtskridandet, som leddes av svenska företag, förlorade de nordiska länderna således det monopol som den sällsynta men hos oss vanliga granen tidigare givit oss. Även om Norden fortfarande har tillgång till en fantastisk och förnyelsebar råvarubas, utgör den inte någon märkvärdig komparativ fördel längre. Inte heller de i Sverige rikliga vattenkraftstillgångarna, som ger skogsindustrin relativt andra länder låga energipriser, utgör någon särskild konkurrensfördel.

Klustrets främsta tillgångar utgör i stället den nordiska *traditionen, kompetensen och insikterna* på det skogsindustriella området. Föreställningen om den finska ingenjörskonsten avser den nära kopplingen mellan den finska skogs- och maskinindustrin. Föreställningen om det svenska imperiebygget avser det internationella företagsledandet och strategierna som strävat efter dominerande marknadsandelar inom sina segment. Med ett integrerat nordiskt skogscluster får det finska ingenjörskunnandet en mycket större hemmamarknad, och fiberindustrin och maskinteknologin kan mera intimt utveckla skogsindustrin och dess digitala dimension.

General Electrics chef John Welsh hävdar:

”Datorn har ändrat företagets grundläggande affärsidé och lyft produktiviteten på alla nivåer; vi är numera ett globalt tjänsteproducerande företag som råkar tillverka produkter”.¹⁰

Med andra ord: ju mer man söker kopplingar mellan teknologins möjligheter och konsumtionsbehov, ju mer man utvecklar nya produkter och marknader, desto mer ökar företagets tillgång på kunskaper och insikter. Teknologier blir *kunskapsdomäner* som likt de yttersta grenarna på en gigantisk buske hela tiden förnyar sig själva. Ju mer dessa teknologier, kunskaper och insikter efterfrågas på en världsmarknad, desto mer konkurrenskraftig blir noden i den världsvida väven. Och man kan som amerikanen Robert Reich (1993, s. 3; arbetsmarknadsminister i President Clintons första regering) hävda att:

”Each nation’s primary assets will be its citizens’ skills and insights”.

Som ett exempel på en produkt eller tjänst som inte går att kopiera, och som därför (i alla avseenden) utgör massabrukets motpol, brukar världsartisten *Madonna* nämnas. Eller varför inte i detta sammanhang nämna svenska *Robyn* eller finske *Esa-Pekka Salonen*? Ju mer komplexa deras arbetsuppgifter är, desto större utmaningar kan de ta sig an i nästa period...

I ett företag som bygger på storskalighet förbrukas tillgångarna ständigt och ersätts i nästa period med ännu mer storskalig produktionskapacitet. I ett företag som bygger på höga förädlingsvärden, kunskapsintensitet och helst produkter som inte går att kopiera, ökar snarare tillgångarnas värde ju mer de brukas.

Intentionerna av det ovan sagda översatt till industriella termer är att skogsindustrin måste identifiera problem och möjligheter i snittet mellan marknad och det tekniskt möjliga i mycket större utsträckning. Industrin måste sedan prestera lösningar på dessa problem och möjligheter, och därefter förmedla åtgärdspaketet i form av produkter och tjänster. På samma sätt som informa-

tionsbehovet och datakommunikationerna blev till en helt ny kunskapsdomän i form av IT-teknologin, måste det skogsindustriella systemet utveckla *sina* bransch- och kunskapsöverlappningar, hitta sina nya domäner i snittet mot konsumentens behov och maskinteknologins möjligheter. Vi är för få människor här uppe i Norden för att det skall löna sig att tillverka enkla standardprodukter. Och de nordiska länderna, ett nordiskt kluster, med sina historiska krav på visioner och teknisk framförhållning, kan bli en fantastisk världsvid väv som genererar nya produkter och tjänster med ett mervärde som överstiger vad som produceras annorstädes i världen.

En sådan utveckling bör också rimligen ligga i den finska skogsnationens intresse. Trots Nokias framgångar är den finska industrin mycket ensidig och därmed sårbar. I ett nordiskt skogsindustrikluster skall naturligtvis branschens kollektiva forskningsresurser (som finska KCL, svenska STFI och norska PFI), liksom också relevanta högskole- resurser, samordnas och fördelas på en större avnämarnvolym. Detsamma gäller branschens idag mycket splittrade utbildningsverksamheter. Över huvud taget kan de samlade svenska, finska och norska resurserna, inte minst internationellt erfarna företagsledare från andra branscher, utnyttjas bättre. Ett nordiskt kluster kommer vidare att kunna locka till sig etableringar av branschrelaterade företag till Norden från exempelvis den internationella kemisk-tekniska industrin.

Vi har alltså lämnat den industriella era där naturresurser som ved, energi och andra hårda komparativa fördelar var viktiga; vi finner oss numera i en era där nationens tillgångar på kunskap och infrastruktur blir avgörande. Massa- och pappersindustrins expansion i Norden har gett oss en komparativ kunskapsfördel som nu måste exploateras så långt som möjligt. Men även kunskap blir obsolet och måste förnyas. Skogsindustrins halveringstid för gällande teknik har minskat dramatiskt under 1990-talet, och den utvecklingen kommer naturligtvis att fortgå.

Sverige, Finland och Norge har ett gemensamt motiv för att utveckla ett nordiskt kluster. Den nationella miljöns egenskaper är nämligen mycket viktiga för ett företags

eller nations konkurrenskraft. Den skall vara stabil men får inte vara förstelnad, den skall vara dynamisk men inte kaotisk; den skall helt enkelt ha ett fungerande omvandlingsstryck och skapa mångfald. Vidare har den institutionella miljö i vilken företagen verkar, en avgörande betydelse för framväxten av olika beteendemönster, vid exempelvis val av strategier eller ledarstilar. Med institutioner avses här alltifrån den positiva ekonomiska nationalism som finns i Finland och den samarbetsanda som traditionellt har funnits i Sverige, över till industrialister som en Jaakko Pöyry eller, på sin tid, en Marcus Wallenberg, som opinionsbildare och skapare av framgångsrecept och branschsanningar.

En företagsledares agerande är således en produkt av hans eller hennes erfarenheter, och de spelregler som finns i systemet. Därför är det viktigt att bevara en nationell, eller som här, en nordisk plattform så länge som möjligt. Historiska händelser, social kontext och institutionella strukturer fornar avlagringar som påverkar beteendepertoaren för lång tid framöver. Först svåra strukturer och stora institutionella förändringar tvingar till mönsterbrott och utveckling av nya recept. Förankringen i nationella kulturmönster med sina särdrag, blir på detta sätt avgörande för företaget och speglar dess agerande. Företag kan alltså i vissa avseenden förbli nationella även i en globaliserad ekonomi.

Finlands och Sveriges inträde i EU är en stor politisk förändring med långsiktiga ekonomiska konsekvenser. En intressant fråga är hur snabbt en sådan händelse sätter sig som historisk avlagring och präglar nästa generation av skogsdirektörer? Internationaliseringen fortgår och företagen kommer självklart att få större inslag av lokalt förankrade beslutsfattare och blir därmed mer europeiserade. Företagskulturen färgas med andra ord av en ökad mångfald i de nationella kulturerna, som återfinns i de transnationella företagens ledningar. Men i vilken utsträckning blir företagen och framgångsmönstren mindre nationella? De finska, svenska och norska skogskoncernerna har fortfarande en nationell eller nordisk ägarstruktur. Så länge ägarstrukturen förblir nationell eller åtminstone nordisk, dvs har sin tyngdpunkt i Norden med sin uppsättning av

institutioner, värden och värderingar, upprätthålls också förutsättningarna för att företaget förblir nordiskt och fortsätter att präglas i en hemmamiljö.

OM SKILLNADER I FÖRETAGSKULTUR OCH LEDARSKAP

Det utmärkande draget i finskt management är kraftfulla ledare som går rakt på sak i ett patriarkaliskt system med klara spår av militära traditioner. Verkställande direktörer sitter mycket säkert i sina positioner och styr auktoritärt och ofta karismatiskt. Det innebär dels att även stora företag har förmåga till snabba beslut, dels att man har uthålligheten att satsa på långsiktiga investeringar (Jönsson, 1995, s. 370).

Det svenska samhället blev tidigt genomorganiserat, vilket anses delvis förklara den svenska riskaversionen och det svenska petandet och remissförfarandet innan beslut tas. Svenska företagsledare diskuterar sig fram, delegerar ansvar och söker konsensus. Den svenska ledarstilen anses vara öppen och harmoniera väl med den kulturella mångfald som skapas genom skogsindustrins globaliseringsprocess.

Det är med andra ord upplagt för kulturkrockar vid fusioner mellan svenska och finska företag. I stället för att se skillnaderna som problem bör man fokusera på möjligheten att förena det bästa av två ledarstilar. Som fullvärdiga medlemmar i EU kommer globaliseringens anpassningstryck att bli större på den finska industrin än på den svenska med sin överrepresentation av multinationella företag. Ett management som bygger på en kombination av den finska ingenjörssattityden och den svenska erfarenheten av internationellt företagande och med tiden väl förankrad i en nordisk ekonomisk patriotism är förträffliga ingredienser vid integrationen av ett nordiskt skogsindustrikluster.

Det är ett misstag att tro att skillnaderna mot den amerikanska företagskulturen är mindre. Ett amerikanskt ägande med sin stora hemmamarknad, kommer att tillåta de långt-bort-liggande europeiska anläggning-

arna att vara mycket självständiga så länge p/e-tal och andra mål uppfylls. Den amerikanska ledarstilen, med alla sina ombytliga managementmetoder, som "mergers, back to basic, reengineering", som snabbt sprids över världen, är definitivt inget föredöme.

Det viktigaste med ledarskap är att det tillämpas med en medvetenhet om branschens karaktärsdrag och kulturella sammanhang. Även om Sverige och Finland kan redovisa många olikheter, har vi mycket gemensamt, inte minst det faktum att vi tillhör samma geografiska område i Europas norra periferi som naturen dessutom skänkt en stor och förnyelsebar råvarubas. Det bör vara centrala utgångspunkter när ledningen skall formulera vision och strategi. Det framtida skogsindustri-företaget kommer att vara multinationellt och därmed mångkulturellt. Vid huvudkontoret i Norden kommer att gälla *en* övergripande vision och strategi som genomförs på fältet med en tysk, en fransk lokal kultur...

PÅ SPANING EFTER VISIONÄRER OCH KAPITALISTER

Vissa saker är lättare sagt än gjort, och man kan med rätta fråga sig hur ett nordiskt skogsindustrikluster ska kunna organiseras fram? Det är inte utan att man önskar sig tillbaka till den tid då det fanns *en* maktens boning i Finland, d.v.s. det hus där Skogsindustrins Centralförbund och de gemensamma försäljningsorganisationerna (Finnpap etc.) var inrymda. Här utvecklades redan från tiden för Finlands självständighetsförklaring och fram till början av 1990-talet ett *institutionellt ledarskap* där alla organisationer inklusive landets centralbank gemensamt analyserade det finska skogsklustrets helhet. Å andra sidan har det svenska skogsindustriella etablissemanget aldrig haft samma institutionella styrka som sin finska motsvarighet, så vem skulle finnarna ha förhandlat med?

"President Kekkonen och Wallenberg, som var goda vänner, var de sista som kunde bygga helheter. Dessa herrar styrde och ställde en hel del..."¹¹

Ett nordiskt skogscluster måste självklart utvecklas spontant genom att varje företag söker, finner och utvecklar en optimal struktur med rätt partner. En sådan sökprocess måste naturligtvis initieras av bolagets verkställande ledning. Bolagets styrelse och ägare måste sedan – med ett industrialistperspektiv – ha kompetens, kraft och kapitalresurser att genomföra intentionerna. Ägarstrukturen måste kunna ”se”, vara aktiv och ha kompetens att skapa ett mervärde för bolaget som därmed förbättrar sin lönsamhet och blir attraktivt på marknaden.

Men hur många industrialister finns egentligen kvar i Sverige i dag? Wallenbergsfären genom Investor, tycks inte bara vara på väg att lämna skogsbranschen, utan också Sverige. De svenska kapitalisterna, som med sin dynamik och förmåga till förnyelse historiskt spelat en så viktig roll för framväxten av de svenska multinationella företagen, har tyvärr reducerats som maktsfärer i svenskt näringsliv. Orsaken därtill är naturligtvis globaliseringen och med den alla avregleringar och fria kapitalrörelser; men kanske mer ändå en defensiv attityd till ägaransvar beroende på ett misslyckande att upprätthålla den kompetens som maktutövande förutsätter. Man kan med rätta hålla med Jan Wallander (1998) om att den moderna svenska kapitalismens aktörer ägnar sig i dag mycket åt att belöna sig själva och har uppenbarligen frikopplat sig från det kapitalistiska imperativet, nämligen att förnya och utveckla.

Om de megaföretag som här antyds verkligen tillskapas, finns det emellertid all anledning att tro att dessa kommer att noteras på New York börsen. I så fall skulle även aktieägarna i dessa nordiska företag åtnjuta den högre amerikanska värderingen på sina aktier.

Utvecklingen av ett nordiskt skogsindustrikluster skulle kunna förhindra att skogsbranschen ytterligare marginaliseras på börserna. Skogsföretagens börsvärde har under det gångna tiotalet åren minskat från åtta till fem procent av det samlade värdet på Stockholms fondbörs.¹² Skogsföretagens värde på Helsingforsbörsen är 14 procent.¹³ Det kan vidare nämnas att i *Eurotop 300* (ett index för de 300 största företagen i Eu-

ropa, där SCA, StoraEnso och UPM-Kymmene är enda skogsrepresentanter) utgör skogsföretagens värde endast storleksordningen en procent av det totala börsvärdet.

SKA VI HA KVAR SVERIGE?

Föreliggande uppsats är skriven utifrån perspektivet att skogsindustrin skall bidra så mycket som möjligt till bruttonationalprodukten och därmed välfärdsutvecklingen. De svenska skogskoncernerna representerar internationellt sett ett förhållandevis stort produktionskapital och kommer sannolikt därför att klara sig bra i den internationella konkurrensen. Men hur kommer Sverige som skogsnation att klara sig?

I takt med att nationsgränsernas betydelse minskat har begreppet nationens konkurrenskraft omformulerats till nationens *attraktionskraft*; d.v.s. förmågan att attrahera kapital från övriga världen för uppbyggnad av nya (anläggnings)noder för multinationella företag inom den världsvida väven. Det som i framtiden gör en nation unik och därmed attraktiv är som framgått kompetensen hos arbetskraften och kvaliteten på infrastrukturen. Om utländskt kapital förvärvar svenskbaserade företag spelar mindre roll så länge nationens infrastruktur (inklusive det industripolitiska klimatet) och den svenska samlade kompetensen tål en internationell jämförelse. Dessa nämnda produktionsfaktorer (utbildning, kommunikationer, liksom lagstiftning) är relativt orörliga; pengar däremot rör sig lätt över hela världen, vilket inte minst svensk skogsindustris direktinvesteringar världen över visat prov på.

Skogsindustrin har i århundraden varit Sveriges viktigaste bransch och (förutom malmen och vattenkraften) den resurs kring vilken landet byggt sin välfärd. Under senare årtionden har skogsprodukterna hamnat i skuggan av elektronik, datorer och läkemedel, vars industrier kan redovisa mycket större förädlingsvärden. Vi får dock inte glömma att den svenska skogsråvaran (som alltså *inte* ingår i förädlingsvärdet) faktiskt också ”tillverkas” i Sverige. Den utgör därför ett väsentligt bidrag till landets BNP. Av Sve-

¹² Stockholmsbörsen 2001 09 11.

¹³ Helsingforsbörsen 2001 09 11.

riges totala handelsnetto år 2000 utgjorde skogsindustrins andel *nästan två tredjedelar (64 procent)*; enbart massa och papper stod för 59 procent.¹⁴

Om skogsindustrin skall kunna fortsätta att ge sitt bidrag till välfärdsstaten, måste de papperskvaliteter eller ingenjörstjänster som produceras i landet vara så attraktiva, att de går att sälja på den internationella marknaden. Det förutsätter att allt som produceras fortlöpande representerar ett högre värde än vad konkurrenterna presterar. Det förutsätter i sin tur att skogsindustrin ökar investeringarna i Sverige och vår bulkproduktion ständigt uppgraderas till högre förädlade papperskvaliteter.

Den finska skogsindustrin arbetar sedan länge efter detta recept. Finland har en så stark ekonomisk nationalism att man kommer att göra allt för att säkerställa sitt framgångskoncept. Ericsson flyttade sin ledning till London; Nokia har vad som är känt inte diskuterat att flytta sitt huvudkontor utomlands utan i stället byggt ett nytt kontorskomplex i Helsingfors.

Industrinationen Sverige är för liten för att kunna tåla alla stegen och helt följa utvecklingsprocessen i USA, där det inte längre finns några riktiga amerikanska företag eller några riktiga amerikanska branscher. Sverige är fortfarande en homogen nation. Och välfärdsutveckling i Sverige skapas av arbete vid svenska bruk och verkstäder, oberoende av i vilket land huvudkontoret ligger. Vi måste helt enkelt bestämma oss för om vi ska ha Sverige kvar!

REFERENSER

Böcker:

Chandler, A. D. (1990): *Scale and Scope. The Dynamics of Industrial Capitalism.* Cambridge, Mass & London.

Elsässer, B. (1995): *Svensk bilindustri – en framgångshistoria.* SNS Förlag, Stockholm.

IVA-rapport (1992): *Svensk skogsindustri kvar i Sverige efter år 2000?*

IVA-M 285 (1992): *Sveriges roll i en globaliserad skogsindustri?*

Jönsson, S. (1995): *Goda utsikter. Svenskt management i perspektiv.* Nerenius & Santéus.

Krugman, P. (1994): *Valser om välfärd.* Juridik & Samhälle.

Melin, L. (1991): Omorientering och strategiska tänkesätt, i Arvidsson, G. & Lind, R. (red). *Ledning av företag och förvaltningar.* SNS Förlag, Stockholm.

Naisbitt, J. (1997): *Megatrends Asia.* Nicholas Brealey, London.

Peterson, C. (1996): *Finsk ingenjörskonst och svenskt imperiebyggande. – En jämförande studie av finsk och svensk skogsindustri.* SNS Förlag, Stockholm.

Reich, R. B. (1993): *The Work of Nations. Preparing Ourselves for the 21st-Century Capitalism.* Simon & Schuster.

SOU 1993:16, bil 3.

Spender, J.- C. (1989): *Industry Recipes. An Enquire into the Nature and Sources of Managerial Judgement.* Basil Blackwell, Oxford.

Wallander, J. (1998): *Forskaren som bankdirektör – att utveckla och förändra.* SNS Förlag, Stockholm.

Artiklar:

Hayes, R. H. & Abernathy, W. J. (1980): Managing our way to economic decline, *Harvard Business Review*, July–August, s. 67–77.

Powell, W.W. & Koput, K. W. & Smith-Doerr, L. (1996): Interorganizational collaboration and the locus of innovation: Network of learning in biotechnology, *Administrative Science Quarterly*, Ithaca, March, Vol. 41.

Solow, R. (1956): A Contribution to the Theory of Economic Growth, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 70, s. 65–94.

U.S. Senate, (1953): Armed Services Committee. *Confirmation Hearings on Charles E. Wilson as Secretary of Defense*, February 18.

Williamson, O. E. (1983): Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange, *American Economic Review* 73, s. 519–540.

JERKER JOHNSON*
EKONOMIE LICENTIA T

LAOS — PARTIET OCH MARKNADS- EKONOMIN

Den sjunde partikongressen sammanträdde i Vientiane i mars 2001. Det hade gått fem år sedan den sjätte partikongressen år 1996 och förväntningarna inför den sjunde kongressen var stora. På den sjätte kongressen hade militären stärkt sitt grepp om partiet samtidigt som man uttalat målsättningen att liberaliseringen av ekonomin skulle fortsätta. Sedan dess hade en kombination av inhemska faktorer och den asiatiska krisen hårt slagit landets ekonomi. Partikonferensen pågick bakom stängda dörrar och den del av diskussionen som refererades i tidningarna handlade inte om de stora problemen i landet. Officiellt prisades de framsteg som gjorts under de 25 senaste åren sedan Vientiane år 1975 föll för Pathet Laos trupper som backades av dåvarande Nord-Vietnam. Sedan dess har en stor mängd biståndsmedel betalats ut till både Laos och Vietnam men trots alla svenska och även

Den nya NEM-politiken i Laos (New Economic Mechanism) inleddes redan år 1986. Politiken innebar en övergång till marknadsekonomi samtidigt som kommunistpartiet behöll den politiska makten. Artikeln beskriver några av de problem som är förknippade med denna ansats. Den utgör även en förteckning på några av de frågor som måste upp på agendan för den nya centralkommittén som utsågs av den sjunde partikongressen i mars 2001.

finska pengar är Laos fortfarande ett av världens fattigaste länder. I synnerhet för Sverige är det en hederssak att fortsätta stöda denna del av världen. Landet spelade ju en betydande världspolitisk roll då dåvarande statsministern Olof Palme år 1972 i skarpa ordalag fördömde de amerikanska julbombningarna av Hanoi.

Trots all denna välvilja och pengar så syns det i gatubilden att situationen blivit betydligt värre än då jag jobbade här för första gången år 1996. Ändå finns det en mängd ekonomiska möjligheter för detta land. Med en extremt låg lönenivå och rikliga naturresurser är landet attraktivt för utländska direktinvesteringar – ett recept som har lyft många länder i regionen. Turismen i landet har vuxit exponentiellt sedan det blev tillåtet att resa in till landet i början av 90-talet och den är idag den största källan till valutainkomster. Trots det tar man inte till vara

* Österbottens förbund, Vasa

dessa möjligheter utan deklarerar att man vill utveckla produktivkrafterna och produktionsförhållandena – en terminologi som jag, nuförtiden, trodde existerade enbart i böcker om den ekonomiska doktrinhistorien. Konkret tar sig dessa svulstiga termer uttryck i att man vill satsa på jordbruket, i synnerhet på att odla ris, samt att man vill utveckla agroindustrin för att minska importberoendet. Laos har knappast någon komparativ fördel i att odla ris utan beslutet hänger samman med den demokratiska centralismens sätt att fungera. Om man frågar befolkningen, via ”massorganisationer”, som till 85 procent består av jordbrukare, vad man skall satsa på är svaret givet – jordbruk. Denna prioritering omfattar även biståndsgivarna gärna då målsättningen med biståndet är att hjälpa de ”fattigaste av de fattiga” och då bör man även investera i de näringar som det stora flertalet är beroende av. Frågan är förstas om detta är möjligt; om vi inte kan avskaffa nyfattigdomen här hemma varför skulle vi då vara mera framgångsrika i Laos?

CIVILSAMHÄLLET

Debatten om bistånd har mycket handlat om nivån på satsningarna eller om att den rika delen av världen har en moralisk förpliktelse att avstå en viss procent av sin BNP. En viss nivå är inte ett självändamål och kan i värsta fall ha en rakt motsatt effekt. Till exempel ett större FN-projekt rör sig med medel som ur ett lokalt perspektiv är fantasisummor och tar sålunda bort all motivation att samla in egna medel. Själva projektet kommer förmodligen att vara framgångsrikt samtidigt som det försvårar arbetet för andra projekt som inte har samma budget. I värsta fall kan de försvaga det civilsamhälle som man stävar att understöda. Traditionellt har dock ett civilsamhälle funnits som har byggts upp kring buddismen. De buddistiska templena, wat, är ett centrum för byn och tempelaktiviteterna har varit en samlingsplats för mycket. De som varit aktiva inom tempen har ofta även fortsatt inom byapolitiken (hela landet är indelat i över 11 000 byar, ”ban”, och även i Vientiane kallas olika kvarter för byar) och med att samla in medel för olika gemensamma aktiviteter samt organiserat olika frivilliga aktiviteter. En del av tempen har t ex i Thai-

land, som i mycket påminner om Laos, varit centrum för en social förnyelse. Buddismen är dock en antimaterialistisk livsåskådning och en tidig målsättning hos partiet var att försöka motverka den. Detta skedde genom att man begränsade munkarnas möjligheter att verka och bland annat till att resa. På senare tid har man ändå gjort en helomvändning och istället försökt integrera munkarna som statstjänstemän, framför allt som lärare. I år tilläts munkarna t ex resa till That Luang som är ett monument i Vientiane men även namnet på den största buddistiska högtiden i Laos. En viss spänning fanns dock för under festligheterna exploderade en bomb och det spekulerades i om detta var ett sätt att sätta smolk i bågaren.

Från biståndssyvinkel är det också problematiskt att stöda denna aktivitet. Detta sammanhänger med den jämställdhetsmålsättning som skall finnas inskriven i biståndsprogrammen. Det finns visserligen kvinnliga nunnor men i den laotiska buddismen har kvinnorna en underordnad ställning i förhållande till männen. Detta lär bero på att den kvinnliga successionen från en lärjunge till Buddha bröts i något skede och att de sålunda inte anses lika upplysta. Det har funnits försök att knyta an till någon annan tradition inom buddismen men förmodligen har det inte varit så framgångsrikt. Om Sveriges riksdag sålunda har beslutit att jämlikhetsaspekter skall vara ledande och genomsyra allt bistånd är det svårt att direkt stöda denna traditionella verksamhet.

UTLÄNDSKA DIREKTINVESTERINGAR

Jordbruket i Laos bedrivs med traditionella medel och odlingen sker mest för husbehov med lite insatser av modern teknologi. Trots att det finns olika biståndsprogram som strävar till att modernisera jordbruket är det klart att detta inte är ett jordbruk som skapar ett överskott, som kunde finansiera investeringar i modern teknologi. På så sätt kan inte jordbruket vara drivkraften för tillväxt och modernisering såsom man hävdar inom partiet.

Det är klart att under sådana omständigheter riktas blickarna utåt mot utländska direktinvesteringar. Problemet med detta är att den lagstiftning som reglerar investering-

arna är komplicerad och motsägelsefull. Värre än lagstiftningen är även traditionen att godtyckligt tillämpa den. Som ett exempel på hur det kan gå till slängdes nyligen en europeisk kaffeuppköpare i fängelse utan att han visste varför. Bakgrunden var att han hade köpt upp ett parti kaffe för ett bolag som sedan gått i konkurs, och utan exportgarantier hade den laotiska säljaren gjort en betydande förlust. Uppköparen hade sedan bytt bolag och då han kom som representant för en ny huvudman slängdes han i fängelse. Även om man kan ha en viss förståelse för den laotiska sidan, så är ett sådant här förfarande inte i enlighet med de spelregler som gäller inom internationell handel. Då uppköparens ambassad tog kontakt med myndigheterna och frågade om han brutit mot någon lag i Laos svarade man helt uppriktigt nej utan att motivet var att pressa ut lite pengar. Han kom ut efter några veckor men "it's not good for business" – bristande rätts-säkerhet i landet påverkar säkert investeringsbeslut.

BESKATTNINGEN

Det genereras dock ett överskott i Laos främst genom avverkning av tropisk skog, mineralkoncessioner till utländska bolag, turism samt inte minst genom de kringeffekter som biståndet har. För att åstadkomma en hållbar utveckling borde dessa användas till att öka statens inkomster så att man till exempel skulle ha råd att underhålla de vägar som byggs för biståndsmedel. Igen är problemet en föråldrad lagstiftning samt attityder som härstammar från planekonomins tid. Lagstiftningen runt beskattningen av företag känner inte till olika avdrag utan istället för att beskatta förädlingsvärdet beskattas omsättningen. Ett företag kan inte gå med förlust i Laos. Förutom att detta minskar incitiven för företagen att investera i modern teknologi så fråntar det även beskattningen dess legitimitet. Då beskattningsreglerna från planekonomins tid inte motsvarar den verklighet som företagen arbetar i minskar även företagets vilja till samarbete med myndigheterna. Med en svag förvaltning samt ett skattesystem med låg legitimitet är det svårt att driva in skatter och som en följd av detta har budgetunderskotten ökat. Un-

derskotten har finansierats genom olika lån som i slutändan har betalats genom att trycka kip (Laos valuta). Detta har även samverkat med en expansiv långivning, många gånger på lösa grunder, till den privata sektorn.

Då sedan donatorerna slutligen fick igenom sina krav på finansiell återhållsamhet var det bara en sak som kunde hända. Då jag var där 1996 gick det 900 kip på en dollar, nu går det över 8200. En följd av detta är att höga tjänstemän både inom förvaltningen och armén som besitter en betydande politisk makt har en lön som är i storleksordningen 30–40 US\$ i månaden. Då det inte, ens i Laos, går att leva med sådana inkomster föreligger en uppenbar fara att man väljer att använda sin politiska makt för att skaffa sig personliga inkomster. Så även om partikongressen prisar de framsteg som gjorts så är valutans kollaps ett problem som kan få allvarliga följdverkningar.

Det är typiskt för centralregeringen att under tider av ekonomiska svårigheter reagera genom att decentralisera befogenheter till provinserna. Men då man inte har några medel att skjuta till skjuter man de facto bara över problemen på provinserna. Det förekommer visserligen en diskussion inom förvaltningen att även ge provinserna beskattningsrätten, men då reglerna är motsägelsefulla och det inte finns några entydiga direktiv ens på centralt plan, så kommer denna decentralisering troligen att leda till att beskattningen förlorar även den lilla legitimitet som den för tillfället har.

MÄNSKLIGA RÄTTIGHETER

US State Department publicerade nyligen sin årliga rapport om mänskliga rättigheter och läsningen om Laos var inte smickrande. Tidningen Vientiane News förnekade rapporten och anmärkte surt att USA fällde tusentals ton bomber över Laos under Vietnamkriget fastän landet hade förklarat sig neutralt och att detta, om något, var ett brott mot de mänskliga rättigheterna. I synnerhet som USA inte hjälpte till att städa upp efter kriget. Laos har inte egna resurser att desamrera alla blindgångare och fortfarande idag dör och lemlästas flera människor varje dag – 25 år efter kriget.

Respekten för de mänskliga rättigheterna är klart kopplade till ekonomiska framsteg och utveckling. Jag skall ta fasta på en mänsklig rättighet som ännu för några år sedan inte var någon självklarhet i Laos, nämligen rätten till att resa. Ännu in på 1990-talet så tilläts inte vanligt folk att lämna sin provins utan tillstånd. Om man var utanför sin provins och blev stoppad av polisen kunde man bli straffad för det. Försättningsvis råder det i Vientiane ett slags inofficiellt utgångsförbud för laotier efter halv tolv på natten. Det här har skapat en ny tradition att inte resa inom landet och ännu mindre utomlands. Detta kan även påverka ekonomins sätt att fungera. Genom att släppa lös marknadsmekanismen i den så kallade NEM (New Economic Mechanism) politiken år 1986 hoppades man att produktionen inom landet skulle inriktas enligt olika regioners komparativa fördelar. Det här har ändå inte hänt, fortfarande odlas det ris i alla provinser och från variationerna i konsumentpriset för ris kan vi se att de provinser som har goda odlingsmöjligheter har ett lägre pris och vice versa. Marknadsmekanismen förutsätter dock en entreprenör. Om priset på ris i Khamuane endast är 57 procent av vad den är i Vientiane varför finns det ingen entreprenör som köper ris i Khamuane och transporterar det till Vientiane – vägen mellan städerna är i gott skick. Kan det sammanhålla med att man tills helt nyligen inte fick resa mellan proviserna och sålunda kanske inte ens har tänkt tanken ?

SOCIAL ORO

Den officiella statistiken visar att jordbruket skulle ha genererat den tillväxt som ägde rum under 1990-talet. Nya undersökningar som inte bygger på den officiella rapporteringen utan på direkta stickprov tecknar likväl en annan bild. Tillväxten har inte varit ledd av jordbruket utan istället av serviceindustrin. Sålunda har inte tillväxten skett ute på landsbygden utan i de stora städerna, speciellt Vientiane. Förutom serviceindustrin har även ett icke-hållbart utnyttjande av skogsresurser samt naturresurser bidragit till att skapa ett överskott. Detta är en typ av tillväxt som i regel brukar gynna endast ett fåtal medan de flesta enbart upplever miljö-

förstöring. Då Laos vad jag vet saknar kapacitet eller vilja att fördela de frukter som tillväxten gett upphov till så har detta lett till en social oro.

Resultatet har inte heller låtit vänta på sig och under förra sommaren skakades Vientiane av en bombkampanj. Sedan vi kom till Vientiane har det smällt tre bomber i staden. US State Department varnade nyligen amerikanska medborgare från att resa till Laos för man sade att man hade information om flera bombattentat. Man visste från sin källa, som man vägrade avslöja, att dessa skulle riktas speciellt mot platser som besöks av turister samt offentliga byggnader. De bomber som hittills smällt i staden har varit små och orsakat mera publicitet än materiell skada. Den största skadan med bomberna ligger i den publicitet de fått i stora tidningar som Bangkok Post och Economist. Om Economist beskriver Vientiane (5th August 2000) som en stad under belägring kommer varken turister eller utländska investerare till stan. Naturligtvis har man reagerat med att bevaka platser som kunde vara föremål för angrepp och detta har inte heller förbättrat samhällsklimatet. Responsen har dock varit förvånansvärt lugn och från officiellt håll har man påstått att bomberna skulle vara privata vendettor mellan affärsmän.

FÖRNYELSE INOM PARTIET

Från min beskrivning av Laos kunde man lätt dra slutsatsen att samhället skulle må bättre om partiet inte spelade en så stor roll. Detta är inte så enkelt då den enda betydande politiska maktfaktorn i Laos förutom partiet är armén. Partiet är dessutom en del av den statliga förvaltningen i landet. Varje by i landet är organiserad i byråd som handhar en mängd centrala frågor för byn. Byn leds av en byhövding och förutom att han/hon har hand om befolkningsbokföringen, ekonomisk rapportering etc. (jag kunde med lätthet fylla en artikel till med mina invändningar mot kvaliteten i denna rapportering) har personen även en domsrätt i mindre brottsmål. Partiet utser inte direkt byhövdingarna men det är likväl fråga om partimedlemmar som hör sammar partiets uppmaningar. Inför partikonferensen uppmanades byarna i Vientiane att välkomna delegaterna genom att

sätta upp flaggor samt städa upp skräpet i byn. I vår by Ban Sapanthong slog man faktiskt lite gräs i dikena – kanske detta var en bugning mot konferensen.

Förnyelsen måste alltså ske inom partiet och det finns även tecken på detta. Här spelar även biståndet en roll då en ny generation genom samarbetet kommer i kontakt med andra länder och tankesätt. Detta tar sig även konkreta uttryck, för 4 – 5 år sedan var det ingen som officiellt medgav att det finns personer som är fattiga och lider nöd i Laos. Detta var ju egentligen ett absurt påstående i och med att Laos är ett av världens fattigaste länder. I fattiga länder måste det ju även finnas fattiga personer. I denna fråga har numera en helomvändning skett, inte minst genom att statistiska undersökningar har kartlagt levnadsförhållandena och numera diskuterar även partiet hur man skall minska fattigdomen.

En annan helomvändning som man gjort är inställningen till utländska medborgarorganisationers arbete i landet. Tidigare sågs dessa inte med blida ögon och man beviljade få tillstånd för deras arbete. Här har man även gjort en helomvändning och många av dessa organisationer utför ett arbete som strävar till att minska fattigdomen. Jag har hört att en förklaring till att den tidigare attityden skulle ha varit så negativ, de facto skulle ha varit ett missförstånd. Detta skulle ha sammanhängt med att engelskan "non-governmental organisation" i laotisk översättning fått en innebörd som motsvarar "anti-governmental organisation" och då kan man ju förstå att de ställde sig tveksamma. Om detta stämmer eller är en skröna lär vi inte få veta för om man verkligen gjort en så enkel blunder kommer man knappast att medge det. En annan och mera trovärdig förklaring till regeringens tidigare reservationer var att vissa NGOs var öppet kritiska till att man inte tog några miljöhänsyn då man anlade stora dammar för att bygga ut vattenkraften i landet.

Det finns även en intern kontrollmekanism inom partiet, inför partikongressen har man uppmanats att komma in med kritik och denna kritik kan ske anonymt. På så sätt sker en viss korrigerande av maktmissbruk. Det är klart att om korrruptionen skulle vara fullständig kunde partiet inte ha hållits vid mak-

ten i 25 års tid. En sådan kritik kommer dock att riktas mot enskilda individer och missbruk inom systemet – inte mot systemet.

En faktor som jag tror att kommer att bli avgörande för förnyelsen av både partiet och det laotiska samhället är samarbetet inom ASEAN. Nyligen var Laos värd för toppmötet mellan EU och ASEAN och det gick inte att ta miste på den stolthet regeringen kände inför värdskapet, som indirekt innebar ett visst erkännande för landets strävanden och politik. Medlemskapet i ASEAN innebär att Laos måste luckra upp en massa tillståndsförfaranden och en importbeskattning som visserligen ger budgetinkomster men även bromsar en naturlig stuktumvandling. Medlemskapet i ASEAN är inte helt problemfritt och i synnerhet med Thailand pågår tidvis en häftig dialog främst om olika ekonomiska frågor.

Det mest konkreta resultatet av partikongressen var att den utsåg en ny centralkommitté som i sin tur utsåg en politbyrå för att leda landet. Hur landet kommer att styras är för tidigt att säga men det har dock skett en öppning sedan förra konferensen som ägde rum år 1996. I centralkommittén sitter 54 personer varav 3 är kvinnor. Medelåldern i kommittén har sjunkit och är nu 56 år, men det är kanske inte så imponerande i ett land där man vid födseln inte förväntas leva längre än till 51 år. Även sammansättningen av politbyrån bjuder inte på några större överraskningar. Laos har ändå inlett en väg mot öppenhet och regional integrering och förnyas inte partiet så tappar det snart greppet om utvecklingen. Förutom det tryck som en öppnare marknad skapar på politisk förändring finns det även vissa tecken på att en politisk förändring håller på att ske i Vietnam. Om Vietnam orienterar sig mot en öppnare politik kommer detta även att få följdverkningar i Laos. Detta då partiet i Vietnam är en förebild för och nära allierad till partiet i Laos.

Logistik i hälsovårdssektorn — en studie av blodförsörjnings- nätverket i Finland¹

Professor Nils Winter, som under 1980-talet innehade professuren i ekonomisk geografi vid Svenska handelshögskolan, hävdade redan då att logistik är framtidens melodi och var den person som uppmanade mig att ta mig an detta ämnesområde. Idag kallas ekonomisk geografi för företagsgeografi på Hanken och logistikämnet har införlivats med framgång.

Logistik handlar om materialflödet och de aktiviteter och system som är förknippade med materialflödet. Effektiva materialflöden har alltid haft stor betydelse trots att intresset för området har varierat över tiden. Logistik, som Persson och Virum (1996) definierar som läran om effektiva materialflöden, har dock speciellt under de senaste decennierna rönt stort intresse bland såväl forskare som praktiker. Under 1980-talet var intresset främst riktat mot kapitalbindning medan sådana aspekter som tid, kvalitet och information ökat i betydelse under 1990-talet.

Begreppet har ständigt omdefinierats under olika tidsperioder men vi kan konstatera att under de senaste decennierna har begreppet etablerats och i stort sett erhållit sin nuvarande form. Trots detta kan skillnader i användningen och innebörden av termen fortfarande urskiljas. I Skandinavien används ofta begreppet materialadministration synonymt med logistik. I USA förknippas oftast igen begreppet logistik fortfarande med den fysiska distributionen, d v s enbart med den del av logistiken som har att göra med utgående leveranser från företaget. Paulsson et al. (2000) konstaterar att egentligen ligger begreppet "business logistics", som jag översatt till företagslogistik eller affärslogistik, närmare det som avses med begreppet logistik i Skandinavien.

Lumsden definierar då logistik som:

Det synsätt och de principer enligt vilka vi strävar efter att planera, utveckla, samordna, organisera, styra och kontrollera materialflödet, från råvaruleverantör till slutlig förbrukare (Lumsden 1998).

Mera populärt brukar man ofta hänvisa till logistik med följande mening:

Logistik omfattar de aktiviteter som har att göra med att erhålla rätt vara eller service, vid rätt plats, vid rätt tidpunkt och i rätt kvalitet, till lägsta möjliga pris.

Logistikbegreppet har sålunda etablerat sig under 1980 och 1990-talen. Det som även händer under dessa tidsperioder, främst då under 90-talet, var ett ökat erkännande av det faktum att för att företag ska vara konkurrenskraftiga så räcker det inte med att individuellt vara effektiv. Företagen måste organisera sig sinsemellan och bli effektiva i hela kedjan. För detta krävs processorienterade integrerade kedjor eller nätverk. Det synsätt och de begrepp som man använder sig av inom logistiken för att betona denna syn är termerna "supply chains" och "supply networks".

En definition av supply chain management av Ellram och Cooper från 1993 är följande:

Supply chain management är en integrerad filosofi för att leda det totala flödet i en distributionskanal från leverantör till slutkund.

En av de mest prominenta organisationerna på logistikområdet, den så kallade Council of Logistics Management (CLM) har definierat SCM på följande sätt: SCM är integrering av de huvudsakliga affärsprocesserna, från ursprungliga leverantörer till slutanvändare, vilka tillhandahåller produkter, tjänster och information som tillför mervärde för kunder och andra intressenter (<http://www.clm1.org/index.asp>).

På svenska har man i en nyutkommen bok (Paulsson et al. 2000) använt sig av begreppet flödesekonomi istället för supply chain management eftersom författarna konstaterar att det handlar om att skapa effektivare, dvs mer ekonomiska flöden. En central utgångspunkt i detta synsätt är att den utgår från kundens konsumtion och att det är kunden som initierar flödet. Det som blir relevant är att man inte i analyser kan avgränsa sig till att granska det enskilda företaget eftersom risken för suboptimering i flödeskedjan då blir uppenbar. Analysen av det enskilda företaget eller den enskilda organisationen måste kompletteras med eller kanske till och med ersättas av analys av hela kedjan. Syftet är då att utveckla hela kedjan, inte bara det enskilda företaget, vilket slutligen ofta även visat sig vara det bästa för det enskilda företaget.

De termer som då används för att betona denna aspekt är på svenska: leverantörskedja, försörjningskedja, värdekedja eller förädlingskedja eller logistisk pipeline. Om man väljer att betona att kedjan består av ett antal enskilda leverantörer kan den kallas för leverantörskedja. Men den kan också kallas försörjningskedja om man väljer att se det som att varje led i kedjan förser det nästkommande ledet med någonting. Eller om man betonar det värdeadderande eller den förädling som sker i de olika leden kan den kallas för värdekedja eller förädlingskedja. Man kan även prata om en logistisk pipeline om man fokuserar på den idealbild som den ständiga fysiska rörelsen i en pipeline utgör (Paulsson et al. 2000).

Oberoende av terminologi och definitioner kan man säga att en av de viktigaste utvecklingarna är kanske just den fokusering på samarbete organisationer emellan som dessa termer åsyftar. Detta har å sin sida be-

tytt att begreppet relationer har blivit något av ett nyckelbegrepp inom såväl logistik som SCM. Fokuseringen på relationer innebär en betoning på samarbete snarare än på att utnyttja marknadskrafterna. Intresset för relationer har inneburit en förskjutning av fokus från det som händer inom företaget mot hur utbytesprocesser och beroenden mellan företag ser ut.

Då man granskar utbytet mellan företag, och samarbete mellan dessa, utgör Uppsalaskolans nätverksteori en stomme för att beskriva relationerna i nätverket. Nätverksteorin tar fasta på uppkomsten av långvariga relationer för att uppnå fördelar som aktörerna inte enskilt kan uppnå, dvs indikerar att samarbete mellan aktörerna är av stor betydelse.

De tre centrala byggstenar som min doktorsavhandling använt sig av är således logistik, supply chain management och nätverksteori. Nätverksteorin har tillhandahållit begreppsapparaturen för att analysera det försörjningsnätverk som granskats i avhandlingen, och varit en inspirationskälla för det holistiska tänkandet. Logistik, den andra av byggstenarna för min avhandling har inspirerat tankegångarna om effektivisering av interna processer och interna aktiviteter, medan supply chain management styrt tankegångarna till att tänka på det som sker mellan företagen. Detta innebär att jag intresserar mig för såväl de interna som de externa relationerna, och därutöver har jag intresserat mig konkret för hur vissa aktiviteter utförs i det som jag i studien valt att kalla försörjningsnätverk.

Detta låter komplicerat, och hur har jag då gått tillväga? Utgångspunkten är den att man måste göra avgränsningar. Avgränsningarna gör att man i praktiken kan hantera komplexiteten genom att koncentrera sig på de viktiga aktörerna och de viktiga aktiviteterna som påverkar prestanda. I detta fall har jag valt att koncentrera mig på de viktiga aktörer som primärt är involverade i försörjningen av blod till slutanvändaren. Dessa är FRK Blodtjänst och de finländska sjukhus som har blodcentraler.

Varför då detta intresse för hälsovårdssektorn och Blodtjänst? Inom ramarna för det som nu definierats som företagslogistik

och supply chain management, har forskningen fokuserat sig på den tillverkande industrin. Speciellt den tunga industrin, som exempelvis biltillverkning, har rönt stort intresse. Trots att många logistikstudier har poängterat vikten av ett utvidgat perspektiv, d v s att logistikforskning även borde omfatta service- och andra typer av organisationer, exempelvis non-profit organisationer, så kan man konstatera att forskningen inom dessa områden varit sparsam. Forskningen som berör så kallade försörjningsnätverk, eller på engelska supply networks, har omfattat logistiken och supply chain management, och sålunda har forskare även inom denna genre återopat studier som fokuserar sig på övriga sektorer och branscher i samhället.

I fokus för min avhandling är således hälsovårdssektorn, mer specifikt en av vårt lands viktigaste non-profit sjukvårdsorganisationer, det vill säga Finlands Röda Kors Blodtjänst (FRK Blodtjänst). Finlands Röda Kors Blodtjänst är en ekonomiskt oberoende och funktionellt separat enhet inom Finlands Röda Kors. Blodtjänstens uppgifter är

- att uppmuntra finländarna att ge blod frivilligt och utan betalning
- att samla in blod och framställa blod och plasmaprodukter
- att trygga en effektiv och säker blodtransfusionsbehandling
- att använda det givna blodet så noggrant som möjligt till olika blodprodukter
- och att sträva efter nationell självförsörjning

Vid Blodtjänst arbetar drygt 500 personer. Av dessa är över 400 anställda vid blodtjänstcentret i Helsingfors och de övriga vid de 20 olika verksamhetspunkterna runt om i Finland. Den mobila blodtjänsten arrangerar dessutom blodgivning på sådana ställen där det inte finns fasta verksamhetspunkter. Mobila blodtjänsten besöker garnisoner, läroinrättningar som exempelvis Hanken på alla hjärtans dag, och andra arbetsplatser (<http://www.veripalvelu.redcross.fi/svenska/index.html>).

Blodtjänst framställer olika blodprodukter av det blod som blodgivarna gett och distribuerar dessa sedan till de finländska sjuk-

husen. Blodkomponenter används både vid akuta blödningar, såsom vid olyckor och operationer samt vid olika behandlingar.

I dagens läge utgör behandlingen av patienter med blodkomponenter en viktig del av den medicinska behandlingen och patienterna kan, åtminstone i Finland, känna sig relativt säkra på att en blodtransfusion eller behandling förbättrar patientens tillstånd. En kort tillbakablick på blodtransfusionens historia visar att så har dock alltid inte varit fallet.

Historien förtäljer att det kanske var påven Innocentius VIII som år 1492 fick den första blodtransfusionen. Han fick blod från tre pojkar, vilket resulterade i att alla fyra dog. Det var först tvåhundra år senare som experiment med blodtransfusioner kom igång ordentligt då den engelske fysikern William Harvey, år 1628 upptäckte blodcirkulationen. Doktor Richard Lower utförde 1665 den första framgångsrika blodtransfusionen, vilken var en transfusion mellan två hundar. Detta försök ledde vidare till en blodtransfusion från djur till människa då en ung pojke fick blod från ett lamm. Slutresultatet vid dylika transfusionsexperiment var dock beklagligtvis nästan alltid detsamma, d v s patienterna dog. Detta ledde till att blodtransfusioner förbjöds år 1678.

Det var först i början av 1800-talet som man förstod att blodet måste komma från en givare av samma art. År 1818 utfördes i England den första lyckade blodtransfusionen från människa till människa och under amerikanska inbördeskriget behandlades patienter med blodtransfusion av vilka en del tillfrisknade.

Att det trots allt inte alltid gick så bra är inte förvånande, eftersom man på denna tid ännu inte kände till begreppet blodgrupper. Det var först år 1900 som österrikaren Karl Landsteiner, som senare fick Nobel-priset, upptäckte AB0-systemet. Det medförde att blodtransfusioner blev möjliga att utföra på ett mer rutinmässigt och säkert sätt. Efter första världskriget kom man på att hindra blodets koagulering d v s stelning genom att tillsätta ämnena citrat eller oxalat i det ny-tappade blodet. Då kunde blodet både lagras och transporteras. År 1940 upptäckte Philip Levine Rh-systemet och det var först därefter som blodtransfusionerna blev säkra. Be-

greppet "Rh" kommer från de Rhesusapor som Levine framgångsrikt använde i sina experiment.

På 1970-talet utvecklade professor Claes Högman i Uppsala ett system för blodtappning och förvaring av blodets olika beståndsdelar i skilda delar. Blodet började vid denna tid att delas upp i sina komponenter. Istället för helblod fick patienterna de beståndsdelar av blodet som de behövde, vilket är idag det vanliga sättet att utföra blodtransfusionsbehandlingar.

Det så kallade helblodet består således av röda blodkroppar, vita blodkroppar, trombocyter och plasma. De röda blodkropparna eller erytrocyterna innehåller hemoglobin, vilket transporterar syre från lungorna. De röda blodkropparna används vid behandling av anemi, alltså blodbrist. De vita blodkropparna, eller leukocyterna deltar i kroppens försvar mot infektioner och i bildandet av antikroppar. De vita blodkropparna används till interferonframställning. Interferonet hämmar tillväxten av vissa tumörer.

Trombocyter, som också kallas blodplättar, medverkar till att blodet koagulerar (stelnar). Trombocyterna är livsviktiga för bland annat benmärgstransplanterade patienter och cancerpatienter som behandlas med cellgifter. Plasman igen består av salter, vatten och äggviteämnen. Den används inom läkemedelsindustrin för framställning av till exempel blödarsjukespreparat, albumin och gammaglobulin. Albumin används för att häva chock hos svårt skadade patienter och gammaglobulin skyddar utlandsresenärer mot gulsot.

Förvaringstiderna, d v s egentligen duglighetstiden, för dessa olika produkter varierar. Plasman kan sedan den infrysats förvaras i åratal. De röda blodkropparna (erytrocyterna) kan lagras i högst 35 – 42 dygn tack vare att man tillsätter 100 ml förvaringsvätska. Trombocyterna eller blodplättarna måste igen användas inom fem till sju dygn.

Eftersom blodet har så kort duglighetstid så är det förstaeligt att en del av blodet föråldras i lagren, såväl på sjukhusen där det lagras som vid Blodtjänst. Denna "föråldring", och främst hur den kan motverkas har varit ett forskningsområde som rönt stort intresse av operationsanalytiker ute i världen. Man har strävat efter att åstadkomma en för-

minskning av den s k föråldringsprocenten genom att bygga upp matematiska modeller som koncentrerar sig på en optimering av lagernivåer. Genom att eftersträva ett blodlager som dels tillgodoser behovet och dels inte är överflödigt kan man minska föråldringen. Dylika studier har dock fokuserat sig på, och beaktat endast ett fåtal sjukhus till sin höjd exempelvis en viss avgränsad region och hur man kan optimera lagren inom denna region. Detta angreppssätt som använts kan kallas för ett matematiskt angreppssätt.

Matematiska modeller används även inom simulering, där man provar sig fram med olika uppsättningar av data för att hitta en bra lösning, dock normalt inte den optimala eller bästa lösningen. De modeller som används här kan vara mycket omfattande och komplicerade och blir således mer realistiska. Med den snabbt ökande kapaciteten på datorsidan har det blivit möjligt att genomföra allt mer omfattande simuleringar och man kan gott konstatera att denna metod är på stark frammarsch.

Det andra sättet att angripa problem i försörjningskedjor är det konceptuella angreppssättet. Det konceptuella angreppssättet är mer omvälvande än det matematiska och strävar efter att få människor att tänka i nya banor. Det angreppssätt som jag använt mig av i denna avhandling kan främst klassificeras som konceptuellt. Detta har för mig inneburit att jag strävat efter att öka förståelsen för management eller ledning av försörjningsnätverk av kritiska resurser genom att använda mig av begreppet integration. Integration har inom såväl logistik som supply chain management utgjort ett centralt begrepp eftersom integration ansetts leda till ökad effektivitet. Intresset har legat i att granska den koppling integration har till prestanda i blodförsörjningsnätverket. I denna studie avsågs med integration samarbete, ömsesidig förståelse, koordinering och samverkan såväl internt som externt.

Genom att fokusera på integration inom sjukhusen och mellan sjukhusen och FRK Blodtjänst, var det möjligt att granska hur prestanda relaterades till intern och extern integration. Resultaten visar att integration, såväl intern som extern, är av betydelse för prestanda i blodförsörjningsnätverket. Speciellt för de undersökta sjukhusen i offentli-

ga sektorn gäller det således att tänka i nya banor om man vill uppnå ökad prestanda genom integration. Det krävs satsningar för att öka förståelsen och kunskapen om såväl arbetsmiljön i sig som satsningar på ökad skolning om blodtransfusioner. Det som jag vill framhäva är att studien påvisar vikten och betydelsen av samarbete och samverkan. Det citat som jag införlivat i avhandlingen tycker jag beskriver detta mycket väl d v s vad vi gör tillsammans är mycket mer betydelsefullt än det som var och en gör enskilt.

Förutom den granskning som gjordes över hur prestanda kopplas till integration, utförde jag en granskning av faktorer som kan sammankopplas med ökad föråldring av blod vid de finländska sjukhusens blodcentraler. Resultaten från studien visar liknande resultat som en studie som utförts i Australien. Resultaten från den australiensiska studien användes för att uppmuntra sjukhusen att förnya sina procedurer och att använda sig av ett antal föreslagna metoder. Slutresultatet var att föråldringsprocenten av donerat blod hos blodcentralerna i den undersökta regionen sjönk från 5 % till 0.9 %. Resultaten av min studie kan även användas för att uppmuntra sjukhusen till att ompröva och diskutera olika alternativa tillvägagångssätt. Om min studie också leder till att denna kritiska resurs inte går till spillo, tycker jag att den fyllt en viktig uppgift.

REFERENSER

- Council of Logistics Management (2000):** *Logistics Definition*, <http://www.clm1.org/index.asp> (2000-09-03).
- Ellram, L. M. och Cooper, M. (1993):** Characteristics of Supply Chain Management and the Implications for Purchasing and Logistics Strategy, *International Journal of Logistics Management*, 4 (2), 1-10.
- Finlands Röda Kors Blodtjänst (2000):** *Blodtjänst och blodgivning*, <http://www.veripalvelu.redcross.fi/svenska/index.html> (2000-12-15).
- Lumsden, K. (1998):** *Logistikens grunder*. Lund, Studentlitteratur.
- Paulsson, U., Nilsson, C-H. och Tryggestad, K. (red) (2000).** *Flödesekonomi. Supply Chain Management*. Lund, Studentlitteratur.
- Persson, G. och Virum, H. (1996):** *Logistik för konkurrenskraft*. 2 uppl., Malmö, Liber-Hermod.
- Spens, K. (2001):** *Managing Critical Resources Through Supply Network Management – A Study of the Finnish Blood Supply Network*. Doktorsavhandling vid Svenska handelshögskolan, nr. 90, Helsingfors.

KENNETH SNELLMAN*

EKONOMIE DOKTOR

Imperfektioner på arbetsmarknaden och individernas incitament¹

Ur individens synvinkel ger marknaden frihet att välja. Om vi som köpare inte är nöjda med en viss vara kan vi tillgodose våra behov genom att välja att köpa ett substitut. En följd av detta är att säljaren sporras att tillfredsställa våra behov. Så är det också på arbetsmarknaden där individerna uppträder som säljare av sin arbetskraft. Arbetsmarknaden har dock en mängd särdrag som gör att dess funktionssätt skiljer sig från varumarknadernas. Arbetsmarknadens särdrag och betydelse gör att incitamenten eller sporrarna på den förtjänar egna studier.

Samtidigt som marknaden ger valfrihet sätter den också gränser. På arbetsmarknaden avgörs våra möjligheter att välja jobb av vilka jobb arbetsgivarna är villiga att anställa oss för, vilket i sin tur påverkas av våra egenskaper. Förutom de begränsningar som våra medfödda egenskaper sätter innebär också redan vårt val av utbildning och tidigare jobb klara begränsningar för våra möjligheter att välja jobb. Möjligheterna begränsas ytterliga-

re om humankapitalet, dvs. det kunnande som behövs, åtminstone i någon grad är företagsspecifikt och är av ringa nytta i andra företag. Dessutom är vanligtvis en rad andra kostnader associerade med byte av jobb. Dessa kostnader kan vara betydande, om bytet av jobb till exempel också förutsätter att man flyttar till en annan ort.

Ett alternativt sätt att åstadkomma förändringar vad gäller ens arbete är naturligtvis att åstadkomma förändringar i arbetsvillkoren på det jobb man har. I detta fall begränsas dock individernas frihet av förhandlingskostnader och kostnader för att omorganisera produktionen som gör det dyrt för arbetsgivaren att skraddarsy lösningar för enskilda anställda.

En speciell kategori av kostnader för transaktioner på arbetsmarknaden hänför sig till att informationen om det som handlas är ofullständig och att det är kostsamt att skaffa mera information. Asymmetrisk information är en viktig orsak till barriärerna på arbetsmarknaden. På en perfekt marknad vet både säljare och köpare exakt både vad de får och ger. På arbetsmarknaden är fallet sällan detta. Arbetsgivaren är osäker på hur mycket och vilken sorts arbetskraft han får men kanske också på vad exakt företaget har att ge i form av arbetsmiljö. Arbetstagaren kan vara osäker på sin produktivitet och hur mycket hans bidrag till företagets produktion egentligen är värt såväl som på hurudan arbetsmiljön kommer att vara och vad som krävs i jobbet.

Företags personalpolitik strävar bland annat till att avhjälpa två slag av problem associerade med asymmetrisk information: adwers selektion och moralisk hasard. Om den asymmetriska informationen leder till adwers selektion innebär det att parternas intressen går isär vad gäller en variabel som karaktäriserar den ena parten redan innan anställningen men som den andra inte har perfekt information om. Det finns således en risk för att råka ut för en olämplig samarbetspartner. Om man får en oskicklig anställd har man således råkat ut för adwers selektion. Problem med moralisk hasard omfattar problem där variabeln av intresse är endogen. Principalen i ett principal-agentförhållande är således intresserad av en variabel som agenten be-

* Institutionen för samhällsekonomi och statistik, Åbo Akademi, Åbo och Löntagarnas forskningsinstitut, Helsingfors
1 Lectio precursoria vid Åbo Akademi den 17.8.2001.

stämmer efter att förhållandet inletts, men som principalen åtminstone inte utan stora kostnader kan observera perfekt. Exempel på sådana variabler är ansträngning och noggrannhet. Eftersom företaget är arbetsgivare, brukar företaget ofta vara principal och vilja ha något utfört och den anställda vara agent.

Eftersom de alternativ som arbetsmarknaden utanför företaget erbjuder den anställda många gånger är sämre än jobbet i företaget, kommer företaget ofta att ha en viss monopsonställning. Det innebär också att företaget kommer att ha vissa möjligheter att ändra på arbetsvillkoren utan att de anställda lämnar företaget samt att anställningsförhållandena tenderar att vara långvariga. Till skillnad från varumarknaden där man köper en given mängd till ett givet pris förekommer därför på arbetsmarknaden förväntningar om handel i framtiden. Det möjliggör intertemporal avvägningar för företagen i deras försök att komma till rätta med de problem som hänför sig till asymmetrisk information.

Ett centralt personalekonomiskt problem för företag är hur hög de anställdas lön skall vara och hur den skall bestämmas. Naturligast skulle det kanske falla sig att hävda att den anställda bör få betalt enligt värdet på det arbete han utför. Det visar sig dock vid närmare studier av problemet att det inte alltid är möjligt på grund av olika slag av mätkostnader. Mätkostnader medför också ofta att man inte lyckas mäta produktiviteten på ett bra sätt. Detta kan leda till att den anställda förbiser viktiga uppgifter och riktar ansträngningarna åt fel håll för att maximera sin egna inkomster. Detta är ett allmänt förekommande problem och ett viktigt skäl till varför den anställdas belöning ofta bara svagt kopplas till den uppmätta produktionen.

Det förefaller ändå troligt att företag kan få de anställda att anstränga sig mera genom att sporra sina anställda på något sätt med belöningar för hög produktivitet. Ett argument mot detta är att många anställda har en fast lön, som inte påverkas av hur hårt de jobbar, men ändå jobbar hårt. Trots att det någon gång händer att anställda motiveras att jobba på annat sätt än genom att de då får mera pengar eller andra förmåner är detta dock många gånger en missuppfattning. För-

klaringen är ofta att ansträngningarna ger möjlighet till ett bättre jobb och högre lön vid någon senare tidpunkt, eftersom ansträngningarna ger en signal om hög produktivitet. Till och med engagemang i föreningar och partier som verkar vara ideellt är många gånger ett medvetet val för att främja karriären till exempel genom att signalera engagemang eller genom att det ger nyttiga erfarenheter och användbara kontakter.

Karriärsträvanden kan uppväga att det inte finns någon explicit belöning men detta innebär sällan att det är onödigt att alls knyta lönen till vad som presteras. I många jobb är utsikterna till avancemang dåliga och karriärutsikterna motiverar därför inte de anställda tillräckligt. På samma sätt som dåliga mått på produktiviteten kan också de anställdas karriärsträvanden leda till att ansträngningarna missriktas så att den anställda bara satsar på sådant som eventuella nya arbetsgivare ser eller sådant som skapar de rätta kontakterna. En knytning av lönen till produktionen gör då företagets och den anställdas intressen mera likriktade och kan därför motverka felallokeringar till följd av karriärsträvandena. Det gäller således att finna en medelväg och kombinera olika incitament för att motivera de anställda att arbeta för företagets bästa.

Dessa lönesättningsproblem är nära förknippade med anställningar, eftersom det gäller att attrahera de rätta personerna och motivera dem. Företaget strävar dock efter att maximera vinsten och inte efter att finna den samhällsekonomiskt optimala lösningen. Det är därför skäl både att reda ut hur företaget kommer att bete sig för att maximera sin vinst och vilka konsekvenser det får för individerna och samhället i stort. Resultaten från två första frågeställningarna utgör byggstenar till konsekvenserna för samhället i stort. Eftersom jobben på arbetsmarknaden och arbetskraften, som skall paras ihop med dem, båda är mycket heterogena, kommer samverkan mellan företagen på arbetsmarknaden att vara komplicerad. Därför koncentrerar sig min doktorsavhandling på vad som är optimalt för ett enskilt företag, givet omgivningen. Speciellt granskar avhandlingen hur företagets beslut rörande anställningar och incitament påverkas av produktionsteknologin och de förhållanden som rå-

der på arbetsmarknaden. Problemställningarna hör till personal- och organisationsekonominns områden.

Konkurrensen mellan företag begränsar ändå deras möjligheter att välja en egen lönesättning. Ett företag som kräver mindre av sina anställda och ger svagare sporrar kan råka ut för allvarliga problem med adwers selektion, eftersom det också attraherar sådana som är mindre produktiva av andra skäl. Det kan visa sig vara svårt att sälla kandidaterna noggrant och också senare göra sig av med sådana som inte passar in i företagets profil. De låga lönerna i företag som anställer mindre produktiva kommer också att hålla de mera produktiva borta. Eftersom arbetsgivarna vill förhindra adwers selektion, kommer starkare incitament att tendera att få en större spridning i samhället, om det blir mera lönsamt för en del företag att stärka incitamenten.

Hur de anställda sporrar och hur produktionen organiseras är av omedelbart intresse för företagets resultat men har också stor betydelse för samhället i övrigt. Starka incitament ses ofta som någonting gott. Men man bör komma ihåg att många viktiga insatser för samhället görs med relativt svaga incitament. Därför påverkas förutom den totala produktionen av varor och tjänster i före-

tagen också andra allokeringar. Starkare incitament gör att vi knyts hårdare till arbetet och sätter mera tid och ansträngning på det. Det innebär att mindre tid och energi lämnar kvar för andra aktiviteter. Föräldrar tillbringar kanske mindre tid med sina barn, eftersom de starka incitamenten i arbetslivet gör att alternativkostnaderna stiger. För samhället kan detta innebära ökade kostnader i form av sociala problem bland de unga. Starka incitament maximerar inte heller nödvändigtvis välfärden om det leder till att de anställda blir sjuka. Förutom de psykiska och finansiella kostnaderna för individen orsakar detta också kostnader för samhället i form av vårdkostnader och uteblivna skatteintäkter. När individerna sluter kontrakt med företagen eller anstränger sig på jobbet beaktar de kanske inte risken för sjukdom och speciellt inte samhällets kostnader för den.

Möjligheterna för oss att välja arbete begränsas starkt av de jobb som företagen erbjuder på arbetsmarknaden. Studier av hur ett företag betar sig för att maximera sin vinst bidrar därför med viktig information när det gäller att förstå hur vårt samhälle fungerar och vart utvecklingen är på väg. Personalekonomiska studier är därför av intresse för beslutsfattare både i företag och samhälle.

SUSANNA FELLMAN:

FÖREKOMSTEN AV EN DIREKTÖRS- PROFESSION Industriledarnas utbildning och karriär

Finska Vetenskaps-Societeten. Bidrag till
kännedom av Finlands natur och folk,
nr 155, Helsingfors 2000. 263 sid.

Susanna Fellmans doktorsavhandling om den finländska "storindustrins" chefer behandlar de verkställande direktörernas bakgrund och utbildning under 1900-talets sju första decennier. Den framlades inom ämnet ekonomisk historia vid Helsingfors universitet. Men i själva verket går den betydligt över ämnesgränserna, precis som hennes egen forskarutbildning.

Hon avlade nämligen först högsta betyg i nationalekonomi, för att sedan gå över till ekonomisk historia. Men i avhandlingens metodik avspeglar sig även intresse för sociologisk statistik som sedan utmynnar i företagsadministration. Denna mångsidighet ökar avhandlingens värde. Även om arbetet kanske inte kan finna en bred läsekrets bland rena nationalekonomer så bör den finna goda läsare i Svenska handelshögskolan,

där hon säkert lika väl hade kunnat disputera som vid statsvetenskapliga fakulteten. Hennes perspektiv är mera mikro- än makro-betonade.

Som i alla empiriskt inriktade arbeten påverkas resultaten av hur materialet har utvalts och avgränsats. Den främsta avgränsningen är här att de som medräknats skall ha haft en ställning som verkställande direktör eller motsvarande när de erhöll sin slutposition. Hon sysslar alltså med elitskikt bland företagsledarna i vår industri. Deras formella ställning är avgörande. Då beaktas alltså inte alltid vem som har det reellt största inflytandet, någonting som författaren är medveten om. Ställvis betonas därför även VVD-positioner som ju under företagets tillväxtförlopp har blivit allt viktigare.

Den för en historisk analys viktiga tidsdimensionen erhålls av att materialet (med 324 personer) indelats i sex kohorter, i stort sett enligt födelsedecennium. För läsaren är det dock även av intresse att ta del av bilaga I med förteckning över de i materialet ingående direktörerna och deras företag. Den avspeglar på ett påtagligt sätt hur osäker företagens tillvaro var, och därmed även företagsledarnas. Det var sällan en livstid.

Direktörernas osäkra tillvaro kan illustreras med en kort anmärkning, där Susanna Fellman påpekar att Wilhelm Wahlfors vid de fusioner som ledde fram till Wärtsilä-koncernen inte behöll de tidigare direktörerna i sin tjänst. Vem som hade makt och ansvar skulle alltid vara klart.

Avhandlingen är alltså en kombination av företagsekonomi och historia, vilket enligt min mening är just vad företagsekonomin behöver. Dagens konjunkturkris visar tydligt behovet av tillräckligt långa perspektiv. Krisanalysen borde därför gå tillbaka till den av Galbraith beskrivna börs krisen 1929 och inte stanna vid 1987. För en historiskt bildad ekonom är dagens problem inte svåra att förstå eller förutse. Man kan därför beklaga att Svenska handelshögskolan inte materialiserade den lärostol i företagshistoria som på något sätt låg i luften på 1960-talet. Man kunde ju kalla det institutionell och historisk ekonomi för att öka intresset bland de ensidigt fackorienterade, om de tänker bli analytiker.

Åtminstone skulle en sådan analytiker inte råda privatinvesterare att förblindat köpa industriaktier för att sedan låta dem ligga "bortglömda" i bordslådan. Industriaktier är inte alltid en god långsiktiga investering. Man måste följa företagets livscykel och avveckla investeringen i tid. Alla slutar inte lika lyckligt som Finska Gummi. Många fusioner slutar nära totalförlust. Fellmans avhandling är en nyttig påminnelse om turbulensen, inte bara för VD utan också för aktieägarna.

Mot denna bakgrund är det intressant att se att företagscheferna enligt Fellman främst valdes inom yrkesgruppen diplomingeniörer. De skulle vara akademiskt utbildade för att ha tankeförmåga. Och skulle ha teknisk utbildning för att klara praktiska uppgifter och kunna samarbeta med industrins personal.

Däremot hade företagsekonomer dålig respons. De ansågs belastade med världsförämmande lärdom och inte förstå industrins praktiska problem. Denna betoning av teknisk utbildning ter sig något förvånande när man i dag ser följderna av oförmåga till marknadsanalys och redovisning. Men man kanske kan förklara saken med att en betydande del av vår storindustri skötte sin export genom försäljningsföreningar och karteller, kanske ledda av ekonomer. Hade avhandlingen inte utelämnat handeln, särskilt exporten, hade bilden troligen blivit positivare för företagsekonomisk utbildning. Svenska L.M. Ericsson visar i dag faran av ingenjörsvälde. Men 1990-talet hör inte till Fellmans tema. Kanske en uppföljning kan väntas?

Även om kraven på företagsledarens allmänbildning och mångsidighet betonades redan i början av 1900-talet så ökade de ytterligare efter andra världskriget när vår industri växte och internationaliserades. Företagen utvecklades genom fusioner till konglomerat av koncerner vilket ställde större krav på VD:s diplomatiska förmåga och erfarenhet av olika problemlösningar. Och problemen blev samtidigt mer internationella vilket ökade värdet av internationell praktik och givetvis språkkunnighet. Denna trend fortsätter nog ännu i dag.

En följd härav var att den som ville satsa på en karriär måste nå en tillräckligt avancerad position redan i rätt unga år för att sedan

hinna uppnå ett meriterande utgångsläge i kampen om de högsta posterna. Man måste på en kortare tid än förut hinna nå tillräckligt synliga positioner. Karriärplanering blev allt viktigare. En placering i centralförvaltningen var då nyttigare än en chefspost i periferin.

Karriärplaneringen hade givetvis sina speciella drag inom de större familjeföretag som ingår i den elit som Fellman behandlar. Något paradoxalt är hennes konstaterande att skillnaden i karriärförloppet inte är så stor mellan dessa familjebolag och börsbolag. Men ledningen för familjebolagen skötte visserligen om chefsutbildningen medan börsbolagets karriärsugna måste sköta sin utbildning själv, åtminstone i början av karriären, och börja denna i tid. Kraven på en VD var dock desamma oberoende av bolagets ägarform. Även familjeföretag inom industrin borde alltså ledas av diplomingeniörer, även om dubbla examina kunde förekomma.

På tal om familjeföretag går Fellman inte in på frågan om de "20 familjernas" roll som styrande element, den fråga som de radikala samhällsvetarna odlade på 1960-talet och avspeglade sig i J-P. Roos långa reservation till den av Pentti Viita ledda koncentrationskommitténs betänkande på 1970-talet. De galna årens "analys" tycks ha gått upp i rök. Kanske väl så!

Fellman visar sin historiska bildning med sin kommentar till en schumpeteriansk frågeställning, den om innovatörens roll. Även om många småföretagare på 1800-talet ägnade sig åt nya produkter tycks detta inte mera ha varit fallet efter sekelskiftet. Inte ens högskoleingeniörer kunde kombinera produktutveckling, finansiering och marknadsföring när företagsstorleken växte. Man måste delegera. På VD:s roll föll att organisera processen, vilket också avspeglade sig i den optimala utbildningen och karriärförloppet.

En viss eftersläpning i utvecklingsförloppet inom vår industri visar sig enligt författaren också i direktörskapitalismens relativt sena genombrott hos oss. Den övergång från ägarkapitalism till direktörsstyrelse, som skedde i USA på 1930-talet, nåddes hos oss i genomsnitt först på 1960-talet. Kan denna försening kanske ha berott på att VD:s makt och

inflytande begränsades av försäljningskartellerna? När dessa eroderade fick VD ökad makt. Men den utvecklingen faller utanför avhandlingens tidsram.

För den som vill studera industrins och näringslivets utveckling under det senaste seklet är Fellmans avhandling en gynnsam utgångspunkt, såväl text som bilagor. Hon är en företagshistoriker som inte nöjer sig med enbart statistik och makrobelysning utan utnyttjar, såsom en fackhistoriker bör, även arkiv, protokoll, utredningar samt även kalendrar och uppslagsverk som kan ge personuppgifter. Källorna är många. Hennes mångsidiga forskarutbildning håller dock materialet i styr. Dessutom är hon en god stilist som behärskar ett enkelt språk. Tryckfelen är påfallande få, såsom man kan vänta sig av en f.d. redaktionssekreterare för EST. Hon kan bli en tillgång på många håll.

GÖSTA MICKWITZ

*Professor emeritus,
Helsingfors universitet och
Svenska handelshögskolan,
Helsingfors*

KENNETH SNELLMAN:

STUDIES OF APPOINTMENTS AND INCENTIVES UNDER IMPERFECT INFORMATION

Åbo Akademi University Press, Åbo 2001.

Personalfunktionen i ett företag kan definieras som *anställning, organisation och motivation* av medarbetare. Traditionellt har ekonomer undvikit personalfrågorna; den vetenskapliga expertisen har istället utgjorts av psykologer och sociologer.

Anledningen till ekonomernas långa tystnad var att den rådande paradigmen gav ömsom triviala och ömsom realistiska svar på personalfrågorna. Under det konventionella antagandet att alla agenter har full information och kan ingå avtal utan att dra på sig transaktionskostnader, är det tveksamt om det behöver finnas anställningskontrakt, eller ens företag, i vanlig mening. Och om vi tar för givet att företag finns, och behöver anställa medarbetare, så var teorins råd att anställa den arbetare som har högst produktivitet i förhållande till löneanspråket, och att skriva ett detaljerat kontrakt beträffande arbetsuppgifter och ersättningsnivå – med ett oändligt hårt straff för maskning eller annat

olämpligt beteende. Om detta är allt vad man har att säga, är det kanhända förståeligt att man för det mesta håller tyst.

Den viktigaste förklaringen till att ekonomiska teorier var så usla, var självfallet att dessa teorier baserades på fundamentalt felaktiga förutsättningar. Dessa förutsättningar, som representerade utmärkta förenklingar när man önskade förstå vissa marknadspriser, skuggade istället sikten när man ville förstå kontrakt och organisationsformer.

Man kan fråga sig varför ekonomer har tagit så lång tid på sig att utveckla bättre teorier. En viktig del av svaret är att kraven på formalism och generalitet har varit högt ställda. Alltsedan det visade sig möjligt att utarbeta kraftfulla teorier om prisbildning på basis av några få fundamentala begrepp, nämligen preferenser, restriktioner, förväntningar och jämvikt, har ekonomer varit mycket skeptiska till den uppsjö av ibland ganska diffusa begrepp som använts inom närliggande vetenskaper. Man har alltså i viss mån avstått från att diskutera frågor som inte passade innanför den rådande paradigmen (med följderna att en rad ekonomer som vägrade låta bli dessa frågor startade sociologinstitutioner istället).

Personalekonomisk forskning tog därför fart först efter att ekonomer hittade ett acceptabelt sätt att tala om ofullkomlig information. Särskilt det fall där medarbetaren har tillgång till privat information visade sig ge upphov till ett antal intressanta insikter.

Med sin fokus på informations- och incitamentsproblem, tar Kenneth Snellmans avhandling upp frågor som ligger i mittfåran av den moderna personalekonomiska forskningen. Alla tre huvudkapitlen berör såväl frågan om anställningsprocedurer som frågan om vilken utformning kontrakten bör ha för att ge korrekta incitament efter anställningstidpunkten. Avhandlingen är teoretisk, och den använder den accepterade formella begreppsapparaten.

Kapitel 1: Appointments of Employee Referrals as Rewards

Frågan i detta kapitel är varför så många får jobb på basis av rekommendationer från bekanta som redan jobbar i samma företag?

En ledande teori har varit att bekanta har information om varandra och kan hjälpa sin arbetsgivare att hitta lämpliga personer; en annan teori är att de kan utöva ett disciplinerande tryck gentemot varandra. Snellman argumenterar istället utifrån utgångspunkten att bekanta tycker om varandra, vilket gör att arbetsgivaren genom att beakta rekommendationer eller önskemål från anställda indirekt ger en belöning till den som gav rekommendationen.

Snellmans argument vilar på två antaganden. För det första medför anställningen en lön som är högre än den anställdas reservationslön (jobbet är värdefullt), och för det andra är det inte möjligt för arbetsgivaren att sänka lönen till den som ger rekommendationen (och på detta sätt hålla summan av belöningar konstant). Medan det är uppenbart att det första antagandet behövs, betvivlar jag att det andra antagandet är nödvändigt. Det viktiga tycks vara att arbetsgivaren kan lova att inte sänka lönen alltför mycket i framtiden – det vore värdefullt att reda ut denna fråga.

Teorin förutsäger att vänner skaffar varandra jobb när ”lönepremierna” är höga, vilket har observerats empiriskt. Även en del av teorins övriga förutsägelser förefaller mycket rimliga.

Kapitel 2: Does it Pay to Reward Productivity?

I detta kapitel behandlas en klassisk fråga: Varför varierar lönerna ofta mycket mindre än produktiviteten – och i synnerhet, varför har även de mest produktiva ganska svaga incitament? Vi vet redan att riskaversion och mätproblem är möjliga skäl till att ha svaga incitament. Denna uppsats bortser från dessa två faktorer, och fokuserar istället på asymmetrisk information vid anställningstidpunkten.

Etablerad teori säger i detta fall att man borde erbjuda en meny av kontrakt och på så sätt låta arbetare med hög produktivitet välja kontrakt med starkare incitament (självsselektion). Snellman påpekar att skillnader i incitament kan ge upphov till handel mellan de anställda. (Fastlönearbetarna säljer produktion till ackordsarbetarna till exempel.)

Om kontrakten på detta sätt måste vara uniforma, hur starka incitament är det lämpligt att ge? Detta visas bero på ett antal förhållanden:

- (i) Om alla arbetare har samma reservationsnytta, så är det optimalt att inte ha full incitamentsstyrka. Anledningen är att produktiva arbetare har större nytta av jobbet (en ”ränta”), och det enda sättet för arbetsgivaren att reducera/skifta denna ränta utan att bli av med lågproduktiva arbetare är att reducera incitamentsstyrkan. Det visar sig att svaga incitament under dessa förhållanden är förknippade med stor spridning i produktivitet mellan arbetarna.
- (ii) Om mer produktiva arbetare även har högre reservationsnytta, så finns det dock mindre skillnader i ”ränta” mellan olika typer arbetare, och därmed mindre skäl att snedvrída incitamenten.

Givet existerande studier av separerande kontrakt är dessa resultat dock inte uppseendeväckande. När separerande kontrakt är möjliga kommer den allra mest produktiva erbjudas ett kontrakt med full incitamentsstyrka – men alla övrigas belöningar har lägre styrka. När arbetsgivaren tvingas behandla alla lika är det därför enligt mitt tycke ganska självklart att incitamenten inte har full styrka. Mer intressant vore det om Snellman kunde visa att *genomsnittliga* incitament alltid är svagare under uniforma kontrakt (vilket gäller i ett exempel som redovisas).

Snellman hävdar att modellen förutsäger ett positivt samband mellan konkurrens och incitamentsstyrka. Detta är ett intressant påstående. Argumentet är dock partiellt, eftersom det antas att företaget är mindre angeläget att anställa en sökande (har en större alternativprofit) på marknader med starkare konkurrens. Medan det är sant att det är lättare att hitta nya sökanden på en marknad med många arbetare, så måste man även beakta att även de arbetssökande har bättre möjligheter på en sådan marknad. En fullt tillfredsställande analys skulle därför behöva modellera arbetsmarknaden explicit.

Kapitel 3: Incentives, Substitute Personal Activities and an Application to the Screening of Applicants.

Ett numera väletablerat resultat inom personalekonomi säger att frihet och löneincitament är komplement. Med andra ord: De arbeten som ger en starkt utfallsrelaterad lön har även hög frihet. Å andra sidan: De arbeten som betalar en fast lön oavsett utfall, har ofta hårt reglerade arbetstider och arbetsuppgifter.

Intuitionen för detta resultat är klar: En person som i hög grad får bära konsekvenserna av sitt agerande behöver inte övervakas på samma sätt som den person som kan övervältra alla kostnader på sin arbetsgivare.

I detta kapitel diskuterar Snellman huruvida det kan vara möjligt att frihet och incitament i vissa fall även kan vara substitut. Idéen är att när man förbjuder en aktivitet, så kan medarbetarna istället lockas till andra och mer skadliga aktiviteter som av olika skäl inte kan förbjudas, men istället måste stävjas med löneincitament.

Ta kaffedrickande på jobbet som ett exempel. Om det tillåts, eller även uppmuntras genom installation av en kaffemaskin, så kommer det kanske inte att ta särskilt mycket av medarbetarnas tid, och därför behövs inte stora löneincitament för att motverka denna aktivitet. Om det förbjuds att dricka kaffe på jobbet, kan det istället bli lockande att söka sig till kaféer för att dricka, vilket är mer tidsödande. I detta fall är det kanhända motiverat med starkare incitament.

Dock är argumentet inte helt självklart: Om det verkligen är så att arbetarna är villiga att lägga så mycket tid på att anskaffa kaffe att det behövs starka löneincitament för att förhindra detta, kan det då överhuvudtaget vara lönsamt att förbjuda kaffe på jobbet? Eller för att uttrycka det litet annorlunda: Kan det vara så att mer precis mätning av produktionsresultatet, som vi vet ger skäl för starkare löneincitament, även kan göra det lönsamt att förbjuda aktiviteter som det förut inte var lönsamt att förbjuda?

Den formella analysen ger några allmänna villkor för att löneincitament och restriktioner skall vara komplement. Det är dock svårt att utröna huruvida dessa villkor är

rimliga, eller ens inbördes förenliga.

I en specifik tillämpning av modellen, som enligt mitt tycke förtjänar ett eget papper, ges ett exempel på att komplementaritet kan gälla. Tillämpningen betraktar hur en företagsägare skall styra en personalchef med hjälp av belöningar och restriktioner på vem som får anställas, när personalchefen potentiellt har personliga favoriter bland de sökande. (Notera att denna modell även kan tillämpas för personer som tar andra sorters beslut för ägarens räkning.)

SLUTOMDÖME

Det har varit givande och intressant att ta del av denna avhandling. Snellman har på ett seriöst sätt tagit sig an centrala problem inom personalekonomiområdet. Alla tre kapitlen formulerar välmotiverade frågor och ger såväl originella som goda svar på dessa. Snellman behärskar till fullo den relevanta teoretiska litteraturen, och han demonstrerar dessutom god insikt i den aktuella empiriska forskningen på området. Den formella analysen är gedigen och grundlig, med något enstaka undantag.

Avhandlingen är i stora stycken välskrivet. Dock anser jag att sammanfattningarna och introduktionerna ibland är onödigt tekniska och komplicerade, och kan ha svårt att engagera den inte redan initerade.

Beträffande möjligheten att publicera dessa arbeten i vetenskapliga tidskrifter, anser jag att Kapitel 3 är mest originellt. Det innehåller förmodligen kärnan till en eller två publicerbara artiklar, men en hel del arbete återstår innan analysen och förpackningen av densamma kan anses tidskriftsmässiga. Trots att det innehåller en hel del mycket kompetent analys, är jag tveksam till att Kapitel 2 kommer att publiceras i en internationell tidskrift. Kapitel 1 bör efter viss revidering kunna publiceras i en bra specialtidskrift som till exempel *Labour*.

TORE ELLINGSEN

Professor
Handelshögskolan i Stockholm

URBAN BÄCKSTRÖM:

TANKAR OM AKTIESPARANDE

Ekerlids förlag, Stockholm 2000.

I början av år 2000 fanns det över 5 miljoner aktiesparare i Sverige. Stockholmsbörsen hade under 1999 stigit med mera än 60 procent. Media matade dagligen ut tips om "hur du hittar vinnarna på börsen" och "hur du blir rik på snabba klipp". Däremot fanns det få svenska böcker som försökte ge en samlad bild av hur en genomsnittlig aktiesparare kan hantera sina aktieaffärer.

Det här var faktorer som fick Urban Bäckström att ta till pennan och skriva om aktiemarknaden och aktiesparandet med syfte att ge ett bidrag till en mera aktiv diskussion om hur en samlad strategi kan se ut för den som sparar i aktier. Författaren vill med sin bok ge läsaren en bättre förståelse för hur aktiemarknaden fungerar, samt ge ett antal verktyg för att bättre utvärdera de möjligheter och risker som är förknippade med sparande i aktier.

Urban Bäckström har genom åren samlat på sig en ackumulerad kunskap som gör honom ytterst lämplig som författare till en bok

om aktiesparande. Han har en god inblick i aktiemarknadens uppbyggnad och funktion, samt även ett mera samhällsekonomiskt helhetssynsätt på aktiesparandet. Detta har han erhållit via ett antal år som VD för en fondkommissionärsfirma fram till 1991, då han tillträdde som statssekreterare i finansdepartementet. Från och med 1994 är han riksbankschef i Sverige.

Boken är indelad i fyra kapitel som alla på ett enkelt sätt försöker förmedla en del av den samlade vetenskapliga forskningen inom det finansiella området. För mera tekniska genomgångar, samt för en mera djupgående analys, ger författaren i fotnoter hänvisningar till vetenskaplig litteratur på området.

I kapitel 1 "Erfarenheter av aktiesparande" går författaren in på grundbegreppen i modern portföljteori, och diskuterar lättfattligt kring begreppen förväntad avkastning, risk och diversifiering. Med fördel kunde dock riskmätningen behandlats/förklarats lite mera ingående. I kapitlet behandlas också begreppet effektiva marknader, samt en del empiriska undersökningar av anomalier (såsom veckodagseffekten, månadseffekten, små bolageffekten etc.) som strider mot marknadseffektivitetsbegreppet.

I kapitel 2 "Perspektiv på aktieplaceringar" visar författaren inledningsvis att aktier, i ett historiskt perspektiv, varit den absolut bästa placeringsformen (i jämförelse med obligationer och banksparande), åtminstone på lång sikt. Genom att återge studier omfattande tidsperioder på 80 år för svenska aktiemarknaden och nästan 200 år för amerikanska aktiemarknaden visar författaren också att den reella avkastningen i genomsnitt varit överraskande lika på olika delmarknader. I stort samma genomsnittliga reella avkastning uppvisas även för t. ex. Frankrike, Storbritannien och Italien. Författaren fortsätter med att jämföra och sammanlänka denna reella avkastning med avkastningen och utvecklingen i den totala ekonomin, och konstaterar att det borde vara den långsiktiga reala räntabiliteten på eget kapital i bolagen som bygger under den reella avkastningen på aktier. Kapitlet avslutas med att skribenten visar, användande ak-

tiemarknadsdata från och med 1918, att en tidsmässigt olyckligt aktiemarknadsinvestering kan kräva en såpass lång placerings-tid som 15–20 år innan placeringen ger en genomsnittligt positiv reell avkastning.

I kapitel tre "Mönster i aktiemarknadens svängningar" kopplar författaren aktiemarknadens utveckling till den generella samhällsekonomiska utvecklingen, och påvisar olika "konjunkturfaser" även i aktiemarknadens avkastning. Författaren diskuterar även den allt högre graden av integrering länderna emellan, och vad denna integrering har för betydelse för en aktieplacering. Den otroliga uppmärksamheten kring teknologiföretagen och deras värdering (vid den tidpunkt när boken skrevs) behandlas också i en diskussion om kopplingen mellan förväntade avkastningen på en aktie och företagets förmåga att generera vinst. Författaren ställer sig mycket skeptisk till aktiemarknadens värderingar av "nya ekonomins" företag, och de motiveringar som gavs för värderingen, såsom t. ex. ett lägre avkastningskrav på grund av generellt lägre risk, längre placeringshorisont och lägre likviditetsrisk.

I kapitel 4 "Avslutande tankar om aktiesparande" sammanfattar och vidareutvecklar författaren de tankar och åsikter som framkommit i boken. I kapitlet ges också en del rent praktiska råd och tips om hur en

vanlig aktiesparare borde gå till väga när ett aktiesparande övervägs.

Boken "Tankar om aktiesparande" är en lättläst och enkelt skriven bok, med ett format (81 sidor) som gör den lättillgänglig för de flesta. Boken är skriven för den breda allmänheten, och ett intresse för och helst lite erfarenhet av aktiesparande är tillräckligt för att kunna tillgodogöra sig innehållet i boken. Författaren framför också en hel del tankeväckande åsikter och "gamla sanningar" som många glömt bort i hysterin kring den "nya ekonomins" företag. Vill man framföra lite kritiska synpunkter finns en del (av författarens egna presenterade) undersökningar som verkar något ad hoc, och vars resultat man gärna skulle ha sett en statistik signifikantstest av. Dessutom är hänvisningarna till de vetenskapliga artiklarna långt ifrån uttömmande, och en del referenser skulle gärna ha kunnat ersättas med andra, "tyngre" referenser. Men eftersom författaren inte tänkt sig skriva en vetenskaplig bok, är det här svagheter som i stort saknar betydelse för den tänkta läsekretsen.

KENNETH HÖGHOLM

*Professor
Svenska handelshögskolan
Institutionen för finansiell
ekonomi och ekonomisk statistik
Vasa*

MANCUR OLSON:

POWER AND PROSPERITY. Outgrowing Communist and Capitalist Dictatorships

Basic Books, New York 2000. 233 sid.

STATEN, INSTITUTIONERNA OCH DEN EKONOMISKA UTVECKLINGEN

Typiskt för de stora genombrotten inom nationalekonomin (och förmodligen också inom andra vetenskaper) är deras karaktär av insikt. Detta innebär att nya idéer ofta, åtminstone i princip, är lätta att fatta för vem som helst sedan någon först har kommit på dem. Det arbete som kommer sedan och som finslipar, tillämpar och testar den nya teorin är också viktigt men är ofta sekundärt i jämförelse med den grundläggande idén (även om det sysselsätter merparten av vetenskapsmännen). Mancur Olson är ett av de bästa exemplen på ekonomer som har bidragit med insikter vilka sedan gett upphov till omfattande fortsatt forskning. Mest känd är han för sitt arbete om kollektivt agerande från 1965 (Olson 1965). Olsons forskning rör sig i gränsmarkerna mel-

lan ekonomisk och politisk teori. Hans idéer bidrog till att fenomen som traditionellt betecknats som "icke-ekonomiska" eller beroende på "kultur", "politisk vilja" etc. kunde infogas i den ekonomiska analysen i stället för att ignoreras eller behandlas som exogena. Det här anmälda arbetet blev Olsons sista. Han avled 1998. Denna bok uppges då inte varit helt färdig, men det är svårt att se detta då man läser boken.

Syftet med arbetet är, enkelt uttryckt, att belysa problemet varför vissa länder lyckats med att bedriva en framgångsrik ekonomisk politik medan andra misslyckats fullständigt. Delvis granskade Olson denna problematik redan i sin bok "The Rise and Decline of Nations" från 1982 (Olson 1982) som i sin tur var baserad på arbetet från 1965. Dessutom har han behandlat samma och liknande teman i många artiklar.

Boken består av tio kapitel samt förord både av författaren och av Charles Cadwell. De första kapitlen behandlar den teoretiska bakgrunden till relationen mellan politisk makt och ekonomisk utveckling, dvs interaktionerna mellan politiska aktörer, stat och marknad. Olson utgår från att både ekonomiska och politiska aktörer drivs av sitt egenintresse. Den centrala frågan blir då vilka incitament de politiska makthavarna möts av. Har de motiv att utveckla ekonomin (och själva vinna på köpet) eller är det mer attraktivt att omfördela existerande tillgångar till sig själv? Den grundläggande analysen genomförs av Olson som en medvetet provokativ analogi mellan de politiska makthavarna och ett gäng banditer. Också om analogin inte håller bokstavligen fungerar den eftersom tanken är att avbilda fullständigt själviska och rationella makthavare. En viktig lärdom är att den "stationära banditen" (den etablerade diktatorn) vinner på att låta bli att stjäla allt han kan eftersom ohämmand plundring skulle eliminera alla incitament att producera och leda till att det knappast finns något att ta. Han har dessutom ett incitament att introducera ett slags lag och ordning genom att försöka hindra andra banditer att plundra samma område. Den kringströvande banditen igen – som tänker kortsiktigt – behöver inte ta sådana hänsyn utan plundrar ohämmandt allt han kommer över. Situationen kan jämföras med den som

möter många kuppmaakare i u-länder.

Av speciellt intresse är Olsons slutsats att demokratiska majoriteter har ett mindre incitament att omfördela skatteintäkter till sig själva än auktoritära regimer därför att de förstnämnda har inkomster också från marknaden. Argumentet håller inte enligt min mening, därför att många auktoritära regimer också lägger under sig delar, ibland stora delar, av marknaden. Däremot begränsas de värsta excesserna i en demokrati av regimens önskan att sitta kvar vid makten – vilket beror på utgången i val – och den större öppenhet som råder i ett demokratiskt system. Att tro att parlamentarisk demokrati i sig skulle vara en garanti för osjälviska politiker och byråkrater och mot alla former av plundring torde däremot vara överoptimistiskt.

Auktoritära plundrarregimers funktionssätt är, som redan nämndes, beroende av det tidsperspektiv "ledaren" har. Ju längre tidshorisont desto mer "utvecklingsvänlig" är staten eftersom makthavarna då själva kan dra nytta av en större ekonomi som de kan plundra. Det finns ju gott om exempel på auktoritära regimer som kunnat åstadkomma en imponerande ekonomisk utveckling utan att alla gånger förefalla speciellt välvilliga. Problemet är att också en produktiv regim kan återfalla till rent rofferi ifall den får anledning att tro att dess tid vid makten snart är förbi. Då blir det lönsammast att stjäla vad man kan i stället för att investera i tillväxt som man sedan kan beskatta. Speciellt successionsproblemet är så inbyggt i den auktoritära styrelseformen och kriser i samband med maktskiften är typiska för detta slag av regimer. Olson har dock inte berört den möjligheten att en produktiv, låt vara pundrarinriktad stat, i och med att den utvecklar ekonomiska och andra samhällseliga institutioner gör det lättare för eliten att skydda sina ekonomiska intressen med lagliga medel, vilket möjligen så småningom kan leda till en ökad vilja att dela den politiska makten.

I stället förklarar Olson övergången från autokrati till demokrati med tre villkor som måste vara uppfyllda: Det måste finnas flera, relativt jämställda maktcentra; dessa får inte vara separerade så att ett antal miniautokra-

tier blir resultatet, i stället för en stor autokrati; samt att området i fråga inte blir erövrat av närbelägna, aggressiva autokratier. I så fall framstår delning av makten som mer attraktivt för de olika maktcentra än att inte ha någon makt alls. Samtidigt tyder villkoren på att demokratiska regimer uppkommer mest av en lycklig slump. Man kan inte tala om något självklart utvecklingsmönster.

Olson hävdar också att samma mekanismer som befrämjar uppkomsten av demokrati är en förutsättning för den centralaste grunden för en fungerande marknadsekonomi och därmed en hållbar ekonomisk utveckling: institutioner som skyddar egendomsrätten, kontraktsrätten och ett system för konfliktlösning. Detta är nog taget inte möjligt i en autokrati, eftersom autokraten per definition alltid kan sätta sig över existerande regelverk. (Det blir här litet oklart att också autokrater ofta väljer att upprätthålla dessa institutioner, inte på en välvilja utan för att det är ekonomiskt lönsamt att göra detta.) Olsons slutsats blir i alla fall att demokratier är mer ägnade att generera ekonomisk utveckling än auktoritära regimer. Mer intressant är dock att denna slutsats ingenting har att göra med "välvilja", utan är en direkt följd av ekonomiska incitament. Det må här tilläggas att slutsatsen, hur "sympatisk" den än kan förefalla, inte är självklar mot bakgrund av existerande forskning om hur olika typer av stat påverkar den ekonomiska utvecklingen.

Olson medger att hans teori är överförenklad men hävdar ändå att det knappast i dag finns andra teorier som på allvar kan ta upp kampen. Överförenklingen är en truism – det är ingen vits med teorier som inte är överförenklingar. Att det inte skulle finnas allvarliga utmanare till Olsons banditteori är mycket mer överraskande och möjligen kontroversiellt, men torde dock stämma om man kräver att utmanaren skall vara lika generell.

Olson granskar i kapitel 3 den kanske mest seriösa typen av teoribildning som kunde vara ett alternativ: de teorier som baserar sig på en organisation av samhället baserad på frivilliga, ömsesidigt lönsamma, marknadstransaktioner, vilka dock kan vara förknippade med transaktionskostnader. Teorierna är ofta bestickande men är förknippade

med åtminstone ett problem: De kan inte förklara varför uppenbart oändamålsenliga beteendemönster uppstår. Krig är ett gott exempel men det finns många andra. En förklaring är att alla transaktioner inte är frivilliga. Den som kan tvinga sin vilja på andra vinner på detta även om förlusten för helheten kan bli större. Ett socialt kontakt av något slag hjälper inte om det inte finns någon som – vid behov med våld – kan se till att det efterföljs. Här kommer staten och de institutioner denna skapar in i bilden. Staten har ju det legala monopolet på våld och beroende på hur detta används blir utgången olika.

Ett annat problem då det gäller att producera nyttigheter med hjälp av enbart frivilliga marknadstransaktioner är – och nu kommer vi över till Olsons klassiska bidrag från 1960-talet – att stora grupper inte förmår samla sig till att producera kollektiva varor eftersom det för varje medlem i gruppen blir mer lönsamt att vara fripassagerare än att bidra med kostnaderna för produktion. Små grupper däremot kan lätt organisera sig för att producera kollektiva varor som de drar nytta av, t ex olika regleringar, utan att ta hänsyn till hur mycket deras aktioner kostar för samhället i stort. Det är därför uppenbart t ex att ett primitivt samhälle inte från början kan organiseras frivilligt och demokratiskt, utan måste först ”kapas” av en auktoritär härskare, med incitament som mer eller mindre befremjar plundring.

Teorin om smågrupper visar också, som känt, att stabila, demokratiska regimers svaghet är det allt tätare nät av specialintressen som kommer att prägla den ekonomiska aktiviteten. Den sk eurosclerosen skulle enligt detta resonemang vara en logisk följd av långvarig politisk och ekonomisk stabilitet som p g a allt mer organiserade särintressen tenderar att dra ned tillväxttakten i mogna industriländer

I det sista teoretiska kapitlet diskuterar Olson orsakerna till att lag och ordning kan upprätthållas med tämligen låga kostnader i länder med effektiva institutioner och sund (dvs marknadsackommoderande) ekonomisk politik medan frånvaron av dessa leder till höga kontrollkostnader, brottslighet och korruption, med politisk och ekonomisk kollaps som yttersta konsekvens. Orsaken är i det första fallet att allmänheten har alla inci-

tament i världen att hjälpa till med att övervaka lag och ordning – myndigheterna behöver bara stå för de nödvändiga ”musklerna”. I det andra fallet finns det incitament för alla inblandade att kringgå bestämmelser och att påverka myndigheterna att se genom fingrarna med lagbrott. Där staten ändå insisterar på att driva igenom lagens bokstav blir kostnaderna höga och effektiviteten låg eftersom aktörerna i ekonomin har ett incitament att inte samarbeta. Från detta kommer man osökt över till orsakerna till sovjetssystemets fall, vilket är bokens konkreta tillämpningsfall.

Olson framhåller att fastän den sovjetiska autokratin för att nå sina mål hade ett intresse av att vara så produktiv som möjligt och fastän staten lade beslag på rekordstora överskott från ekonomin för att använda det på politisk och militär makt samt internationellt inflytande, förklarar detta inte varför systemet var just vad det var, dvs ”kommunistiskt”. Systemets karaktär kan inte förklaras med hjälp av ideologi. Denna var för Stalin bara en rökriddå, enligt Olson. Den geniala idén med ”socialism” låg i stället i att den expropriering av resurser som skulle var möjlig med statligt ägande av produktionsmedlen skulle ha fått en privatägd ekonomi att kollapsa p g a att produktionsincitamenten skulle ha blivit för svaga. Statsägande möjliggjorde också en rekordhög, om också till största delen implicit, beskattning. Inkomstbeskattningen var också utformad så att marginalskatten var minimal i jämförelse med den genomsnittliga skatten, vilket utgjorde ett starkt incitament för arbetstagarerna att anstränga sig till det yttersta.

Som alla vet i dag var Sovjetssystemet emellertid ineffektivt, trots sin förmåga att mobilisera resurser, och så småningom förstnades det allt mer för att slutligen kollapsa. Varför gick det så? Olson noterar att det märkliga egentligen var att systemet alls fungerade tillräckligt väl för att bära upp en stormakt. Förklaringen till detta är ett slags byråkratisk konkurrens. Företagen i vertikala produktionskedjor är beroende av varandra och har därför ett intresse av att övervaka (och vid behov rapportera) varandras kvalitet och leveransförmåga. Den enskilde konsumenten däremot är i en svag position, speciellt som konsumenterna är en stor grupp

som har svårt att organisera sig. Detta förklarar varför speciellt konsumtionsvarorna ofta var av usel kvalitet i planekonomierna.

Nyckelpersonerna i varje industrigrupp är emellertid ganska få och, trots att detta måste ske diskret och informellt, har de lätt att organisera sig för att driva sina egna intressen i stället för samhällets. Organiserandet tar dock tid, vilket förklarar att korruptionen av systemet tog tid och att den blev värre med åren. Spelets anda var att samarbeta så att en del av de tilldelade resurserna kunde kanaliseras i de inblandades fickor. Typiskt för sovjetsystemet var att systematisk stöld av allmän egendom uppträdde överallt, både i stort och smått, eftersom incitamenten för sådant beteende var så uppenbara. Då systemet blev allmänt var risken för upptäckt och bestraffning inte heller så stor.

De organiserade särintressena blev så småningom alltmer öppna och allt mäktigare. Företagens inkomster kom i allt högre grad att bero på politiskt inflytande och därmed blev företagens budgetrestriktion "mjuk". Allokeringen av resurser blev allt irrationellare. Centralförvaltningen kunde försöka hindra detta genom polisinsatser etc. men incitamenten verkade så att kontrollapparaten kom att dras med in i korruptionshärvan (eftersom alla hade något att vinna på detta). Ingen hade ett intresse av att skydda allmän egendom. Den yttersta konsekvensen av allt detta är välkänd: länder med planekonomi sackade efter allt mer i utvecklingen och till slut kollapsade systemet helt.

Olson har också att komma med intressanta iakttagelser om vad som hände sedan, i de s k transitionsekonomierna. Den konventionella visdomen här är att det är fråga om ett skifte från en ideologi till en annan, vilket främst tar sig uttryck i att statsägande och planering ersätts med privatägande och marknader. Det som främst diskuterats är alltså hur privatiserande skall gå till i praktiken. Problemen ligger emellertid djupare än så. För det första fanns det i själva verket inte mycket att privatisera eftersom marknadsvärdet av de tidigare planekonomiernas produktionsapparat var minimalt och deras produktionseffektivitet så låg att produkterna ofta var näst intill omöjliga att sälja. Där-

för var det inte sällan endast den variant möjlig av privatisering som innebar att företagets direktörer och eventuellt andra anställda också formellt tog över. Dessa motsatte sig emellertid som regel andra ekonomiska reformer. De kunde då fortsätta att profitera på mer eller mindre explicita subventioner som var nödvändiga för att hålla igång företagen. Här kunde man naturligtvis tillägga att alternativen inte alltid är så lätta att finna då man beaktar den sociala konsekvensen av massnedläggningar av ineffektiva företag. I vilket fall som helst är problemet kärna i dag motsättningarna mellan nya, effektiva företag och de "dinosaurier" som finns kvar som relikter från planekonomin. Dessvärre är det, enligt Olson, de sistnämnda som är bäst organiserade för kollektivt agerande och därför har det starkaste politiska inflytandet.

Ett intressant undantag från mönstret finner vi i Kina. De organiserade särintressen som blev ett karakteristiskt drag i de östeuropeiska planekonomierna slogs effektivt sönder i kulturrevolutionen i slutet av 1960-talet. Frånvaron av snäva särintressen möjliggjorde en mycket snabb ekonomisk tillväxt efter att ekonomin gradvis reformerades under Deng Xiao Ping med början 1978. Resonemanget anknyter här nära till tidigare analyser av Olson (1982) av orsaken till den snabba tillväxten i Japan och Tyskland efter det andra världskriget. Även här var det – enligt honom – de sönderslagna gamla maktstrukturerna som underlättade återhämtningen. Läsaren drar sig dock kanske till minnes de successionsproblem som är en del av verkligheten för auktoritära regimer. Kan de lägga hinder för fortsatt utveckling? Och hur går det när nya särintressen har hunnit organisera sig? Kinas kommande WTO-medlemskap är en faktor som motarbetar särintressena men är det tillräckligt?

Olson avslutar boken med en betraktelse över vilka slags marknader som krävs för en framgångsrik ekonomisk utveckling. Även om många marknader – speciellt sådana där transaktioner sker vid en given tidpunkt – uppstår spontant och inte kräver speciella regelverk är det många som inte fungerar utan. Det bör inte i detta skede komma som någon överraskning att dessa marknaders

funktionsduglighet enligt Olson beror på samhällets institutioner, av vilka många måste upprätthållas av staten. Viktigast bland dessa är regler som skyddar äganderätten och rätten att ingå och genomdriva kontrakt. Däremot leder det till katastrof ifall institutionerna tenderar att omfördela inkomster från framgångsrika till icke-konkurrenskraftiga företag. Inte desto mindre är detta vanligt, både i u-länder och i postkommunistiska stater. Där skyddet för den privata äganderätten är starkt minskas emellertid statens möjligheter att överföra inkomster till mindre konkurrenskraftiga branscher och företag. (Olson medger dock att en viss inkomstomfördelning på individnivå kan bidra till en höjning av välfärden totalt.)

”Power and Prosperity” är, som Olsons alla verk, tankeväckande, ibland provocerande men aldrig tråkig. Att han dessutom har en förmåga att skriva så att arbetena är tillgängliga för en relativt bred läsekrets är ytterligare en fördel. Medan den teoretiska delen av boken innehåller relativt litet som är helt nytt sammanfattar den ändå Olson livsverk på ett utomordentligt sätt. De tillämpade kapitlen är bokens egentliga nya bidrag. Tillämpningen av Olson teorier på de kommunistiska och postkommunistiska ekonomierna bidrar signifikant till vår förståelse av hur dessa fungerar.

Tyvär är politisk och institutionell ekonomi oftast ett sidospår i den nationalekonomiska utbildningen. Så borde det inte vara. Denna litteratur är central för förståelsen av inte bara det ekonomiska utan också det politiska systemet och hur dessa samverkar. Boken kan rekommenderas för alla som har grundläggande kunskaper i ekonomisk teori. Även de som inte har det torde kunna få ut en hel del av boken.

REFERENSER

Olson, Mancur (1965): *The Logic of Collective action. Public Goods and the Theory of Groups.* Harvard University Press, Cambridge, MA.

Olson, Mancur (1982): *The Rise and Decline of Nations. Economic Growth, Stagflation, and Social Rigidities.* Yale University Press, New Haven.

Olson, Mancur (2000): *Power and Prosperity. Outgrowing Communist and Capitalist Dictatorships.* Basic Books, New York.

HANS C. BLOMQVIST

Professor
Institutionen för nationalekonomi
Svenska handelshögskolan, Vasa

CONTENTS IN BRIEF

BENNY JERN

(Swedish School of Economics and Business Administration, Vaasa, Finland)

Performance of Finnish Mutual Funds – A Decomposition Analysis 125

Mutual funds have increased in popularity among Finnish investors in recent years. In this study returns of domestic funds have been decomposed into several elements that measure different aspects of the performance of fund managers. The results indicate that the managers usually apply an investment style that is profitable in the long run but that they fail in their short term timing of the investment style. Furthermore they seem to possess some ability to pick above average performing stocks when the investment style is given.

JOAKIM WESTERHOLM (School of Business, University of Sydney, Australia)

*The Importance of Liquidity in Initial Public Offerings:
Findings from the Finnish Stock Market* 135

This study investigates to what extent underwriters have improved the liquidity of initial public offerings [IPOs] in Finland. The study also measures the liquidity for a sample of IPOs and investigates if there is a relationship between liquidity and return during the first six months after the IPO. We find that during the period 1994-2000 the underwriters have had and also have used the opportunity to buy weak IPO stock up to an average of 11.4 % of the original issue. The IPOs are more liquid than a control sample of non-IPO stock. The relationship between the return on the IPOs and their liquidity is significant. We conclude that liquidity is very important for a steady return on an IPO after the listing.

CHRISTER PETERSON (Umeå School of Business and Economics, Sweden)

Towards an Integrated Nordic Forest Industrial Cluster 147

In the beginning of the 1990s, Sweden and Finland were struck by the deepest crisis during the postwar period. Two publications that raised questions to Sweden's survival as a forest nation, and described Finland as a fierce competitor on the European market, inspired me to study "the globalization of the Nordic forest industries". In the present article experiences from the large-scale production perspectives in the US are points of departure when arguing that the Nordic countries should not compete destructively in the European standardized paper sector. Contrarily, all common resources should be integrated in a Nordic forest industrial cluster, which by factors as tradition, competence and insights should be focused on the global market.

JERKER JOHNSON (Regional Council of Ostrobothnia, Vaasa, Finland)

Laos – The Party and the Market Economy 161

The New Economic Mechanism was introduced in Laos as early as in 1986. The policy aimed at applying the market mechanism to the economy while the political power remained in the hands of the Communist Party. The article discusses some of the problems connected with this approach. Thus, it does also constitute a list of issues that will have to be addressed by the new Central Committee that was elected by the Seventh Party Conference in March 2001.

INNEHÅLL 2001

ÅRGÅNG 54

ARTIKLAR

BARBRO BACK, JARMO TOIVONEN,
HANNU VANHARANTA och ARI VISA:
Toward computer aided analysis of text? 39

BO-CHRISTER BJÖRK: Internet och den
vetenskapliga publikationsprocessens ekonomi ... 5

INGER V. ERIKSSON och GARY W. DICKSON:
Datorläskunnighet och ekonomisk
konkurrenskraft 19

BENNY JERN: Förvaltning av inhemska
aktiefonder – en dekompositionsanalys 125

JERKER JOHNSON:
Laos – partiet och marknadsekonomin 161

CHRISTER K. LINDHOLM:
Den penningpolitiska paradoxen:
motverkar ECBs inflationsmål sitt syfte? 93

HENRIK PALMÉN:
Aktiemarknaden och globaliseringen 73

CHRISTER PETERSON: Mot ett integrerat
nordiskt skogsindustriellt kluster 147

INGER ROOS: Företagsledaren – en länk
i en dynamisk marknadsföringsfunktion 85

MIKAEL SANDBERG: It-spridningen i svenska
organisationer ur institutionellt-evolutionärt
perspektiv: resultat från en web-survey 1999 25

JOAKIM WESTERHOLM:
Likviditetens betydelse vid initialemissioner,
observationer från aktiemarknaden i Finland ... 135

PAOLO ZAGAGLIA: The stability pact:
can't kill it, can't live without it 97

LECTIO PRECURSORIA

SUSANNA FELLMAN: Företagsledning och
företagsledarutbildning i förändring 105

EDVARD JOHANSSON: Egenföretagande:
vägen till rikedom eller ett symptom på en
dåligt fungerande arbetsmarknad? 54

NIKLAS LINDHOLM: Managing subsidiaries
in a multinational company 49

KENNETH SNELLMAN: Imperfektioner
på arbetsmarknaden och individernas
incitament 171

KAREN SPENS: Logistik i hälsovårdssektorn
– en studie av blodförsörjningsnätverket
i Finland 166

JANNE VIITANEN: Professional ethics and
ethics research in auditing 109

RECENSION

PHILIPPE AGHION och PETER HOWITT:
Endogenous growth theory (Lars-Erik Öller) 114

URBAN BÄCKSTRÖM: Tankar om aktie-
sparande (Kenneth Högholm) 180

SUSANNA FELLMAN: Förekomsten av
en direktörprofession. Industriledarnas
utbildning och karriär (Gösta Mickwitz) 174

CLIVE W. J. GRANGER: Empirical modeling
in economics. specification and evaluation
(Niklas J. C. Ahlgren): 59

CLAES-HÅKAN GUSTAFSON: Internationell
makroekonomi (H.C. Blomqvist): 58

G. S. MADDALA: Introduction to econometrics
(Niklas J. C. Ahlgren) 116

MANCUR OLSON: Power and Prosperity.
Outgrowing Communist and Capitalist
Dictatorships (Hans C. Blomqvist) 182

KENNETH SNELLMAN: Studies of appoint-
ments and incentives under imperfect
information (Tore Ellingsen) 177

DEBATT

ROLAND GRANQVIST OCH HANS LIND:
De vanliga måtten på skatters dödviktskostnad
måste ifrågasättas 61

Direktiv till skribenter i Ekonomiska Samfundets Tidskrift

Artikelbidrag och recensioner till Ekonomiska Samfundets Tidskrift sänds i tre exemplar till huvudredaktören. Artiklarna skall vara högst 20 maskinskrivna sidor med radavstånd 2. Till artiklarna skall bifogas ett svenskspråkigt sammandrag samt ett engelskspråkigt "abstract". Dessa skall vara högst 100 ord.

Inlämnade artiklar behandlas av redaktionsrådet. Eventuella ändringar görs av skribenterna i samråd med redaktionen. Den reviderade versionen sänds till redaktionen både som papperskopia och på diskett. Uppge vilket ordbehandlingsprogram och vilken datortyp som använts.

Överst skall skrivas författarens titel och namn. Namnet skrivs med versaler. Därefter kommer huvudrubriken. Huvudrubriken skall skrivas med versaler och med fet stil. Eventuella mellanrubriker skrivs med små bokstäver och *kursiveras*. Vid förkortningar används punkt. Sidnumrering skall *inte* förekomma i texten. Tabeller betecknas med *Tabell XX*, figurer *Figur XX*. Litteraturförteckningen skall uppgöras enligt modellen nedan. Fotnoter görs nere på sidan. Observera kursivering etc.

Figurer skall tillsändas redaktionen i original (som papperskopia) och inte in i texten. Indikera dock ungefär var i texten figuren skall sättas in.

Material- och utgivningstiderna för 2002 är följande:

	1/02	2/02	3/02
Material	15.1	1.5	15.9
Utgivning	1.3	1.7	1.11

Bifoga namn, adress och telefonnummer samt en kort författarpresentation där t.ex. forskningsinriktning och institution framgår.

Särtryck på artikeln fås avgiftsfritt i 20 exemplar.

Modell för litteraturförteckning och referenser

Referenser i texten görs enligt modell Smith (1776) eller (Smith, 1776) beroende på sammanhanget.

Litteraturförteckningen görs enligt följande:

Böcker:

Kiefer, N. M. & Neumann, G. R. (1989):

Search Models and Applied Labor Economics. Cambridge University Press, Cambridge.

Galai, D. (1983): A Survey of Empirical Tests of Option Pricing Models, i *Option Pricing*, Brenner, M. (ed). Lexington Books, Massachusetts.

STK-SAK (1988): *Näin on käynyt.*

Työmarkkinoiden ja taloudellinen kehitys Suomessa 1900-luvulla. STK ja SAK.

Artiklar:

Topel, R. & Welch, F. (1980): Unemployment Insurance: Survey and Extensions. *Economica* 47, s. 351–379.