

DEL III
MARKNADENS RUM



Kontrollrummet hos Optionsmäklarna, 1980-tal. Foto: SVT bild/TT.

”Vi skapar en ny marknad! Vill du vara med?”

Historien om när börsen blev ekonomins naturliga mittpunkt

Oskar Broberg

I november 1984 satte det nybildade bolaget Optionsmäklarna (OM) in en annons i tidningen *Affärsvärlden*. Rubriken, som sammanfaller med huvudrubriken på föreliggande text, pekade mot en ny tid och ny typ av finansmarknad. I annonsen framgick att man sökte efter mäklare och administratörer med ”matematisk analysförmåga”, ”erfarenheter från valutahandel och arbitrage” och ”goda kunskaper i avancerade datarutiner”. Affärsidén var entreprenöriell eftersom det vid denna tid inte fanns någon etablerad marknad för så kallade derivatinstrument i Sverige. Däremot fanns det sedan mitten av 1970-talet en snabbt växande marknad för derivat i USA, där OM-grundaren Olof Stenhammar hade jobbat några år tidigare.¹

Affärsidén var också kontroversiell eftersom det rädde börsmonopol i Sverige. Verksamheten drog i gång i juni 1985 från en lokal på Birger Jarlsgatan ”med datorer, bildskärmar och telefoner”, som bilden visar, och med ett datanät kopplat till ett antal mäklarfirmor i staden.² OM befann sig dock i ett juridiskt gränsland och dess existens utlöste en flera år lång strid om hur den rådande lagstiftningen skulle tolkas, men också hur en framtida reglering av den finansiella sektorn skulle se ut.³

Företaget var dock inte den enda förändringskraften. År 1979 hade den moderate ekonomiministern Gösta Bohman signerat den proposition som gav Stockholms fondbörs⁴ formellt monopol på börsverksamhet och gav staten fler politiskt tillsatta ledamöter i börsstyrelsen. Knappt 20 år senare, 1997, var det istället en socialdemokratisk finansminister,

Erik Åsbrink, som godkände den affär som ledde till att Stockholmsbörsen fusionerades med (vissa skulle säga svaldes av) OM och bildade OM Stockholmsbörsen AB (OMX). Dessa förändringar fångar en större omvandling av såväl de finansiella marknaderna som samhällsekonomin i stort.

I denna text argumenterar jag för att Stockholmsbörsens omvandling och OM-gruppens etablering både kan betraktas som en konsekvens av, och samtidigt en drivande kraft för, en perspektivförskjutning bland centrala aktörer i det ekonomiska och politiska landskapet. Denna kan beskrivas som att en tidigare dominerande bild av börsverksamhet som samhällsekonomiskt destabiliserande (eller i bästa fall perifer) successivt ersattes med en bild av börsen som marknadsekonomens naturliga och dynamiska mittpunkt. Förskjutningen kan förstås som en effekt av tre sammanflätade faktorer: (1) en ny finansiell teori etableras, (2) de internationella finansmarknaderna expanderar och (3) finansiellt entreprenörskap möjliggörs genom omreglering av de svenska finansmarknaderna.

Ett bärande tema för denna bok är att en speciell form av marknadstänkande fick stort genomslag under 1980–90-talen, här analyserat så att våra idéer om ”marknaden” kan förstås som ett narrativ. Ekonomiska teorier fungerar inte bara som konkreta vägledare för marknadens aktörer, utan även som berättelser och övergripande bilder. Ekonomen Robert Shiller analyserar hur narrativ strukturerar vårt tänkande och handlande på såväl kollektiv som individuell nivå inom ekonomin.⁵ De finansiella marknaderna har till exempel återkommande beskrivits som ett blodomlopp – inte minst under finansiella kriser som ett skäl för politiker att lansera räddningspaket för banker, för att undvika ekonomisk ”infarkt”. Ekonomhistoriken Per Hansen diskuterar å sin sida hur hanteringen av finansiella kriser hänger ihop med vilka övergripande samhällsekonomiska narrativ som blir dominerande.⁶

Ett möjligt narrativ om marknader är att de bäst förstås som generiska utbuds- och efterfrågekurvor – ett narrativ som har dominerat mycket av det (national)ekonomiska tänkandet under de senaste 100 åren. Likheterna mellan olika marknader har då framstått som det centrala, eftersom det är dessa likheter som gör det möjligt att dra generella slutsatser. Ett alternativ är att betrakta marknader som i första hand historiskt konstruerade. Ett sådant narrativt utgår från varje mark-

nads kontextuella förutsättningar, vilket begränsar möjligheten att se allmängiltiga lagar. Styrkan i ett sådant narrativ är istället att det kan öka förståelsen för hur marknader aktivt skapas och vidmakthålls av historiska aktörer och förutsättningar – med dess myller av personer, företag, institutionella förhållanden och ideologier. Av naturliga skäl öppnar ett sådant perspektiv också för att analysera de maktförhållanden som spelar roll när marknader uppstår eller försvinner.

Sociologen Neil Fligstein skriver om *the architecture of markets* och definierar marknader som ”socially constructed arenas where repeated exchanges occur between buyers and sellers under a set of formal and informal rules governing relations among competitors and customers”.⁷ Denna marknadsdefinition möjliggör konkreta historiska frågor: Vilka aktörer var drivande bakom en specifik marknads tillblivelse? Hur lyckades man skapa en stabilitet kring marknadens gränser gentemot andra marknader? Vilken roll spelade staten i skapandet och upprätthållandet av marknaden?

Den nya finansiella teorin och globaliseringen 2.0

Mellan 1950 och 1970-talets mitt förändrades finansiell teori. Det var inte bara teorins innehåll som förnyades, utan förändringen inbegrep också hur finans som akademisk disciplin var organiserad, finansierad och positionerad inom universitetshierarkin. Även dessa mer världsliga aspekter av finans är viktiga för att förstå den roll som teorin kom att spela under 1900-talets två sista årtionden. Vid 1900-talets mitt var finans en väletablerad del av vad man lärde ut på amerikanska handelshögskolor. Undervisningen inom finans baserades i huvudsak på ett beskrivande och institutionellt ramverk utvecklat sedan slutet av 1800-talet. Fokus för ämnet var att lära studenter hur enskilda företag fattade investerings- och finansieringsbeslut. Ämnet var på många sätt praktiskt orienterat och nivån på matematisk abstraktion var låg – ledande vetenskapliga tidskrifter inom ämnet tog bara undantagsvis in artiklar med statistisk och matematisk inriktning.⁸

Ämnet förändrades när matematiska resonemang knöt ihop finans med nationalekonomisk mikroteori och det analytiska intresset flyttade från enskilda företag till hela marknader. Med utgångspunkt i begrepp

som risk, volatilitet, information och arbitrage formulerade forskare inom nationalekonomi flera av varandra oberoende modeller och teorier om finansiella marknaders funktionssätt. Franco Modigliani och Merton Miller visade att i en värld med ”perfekta marknader” upphävdes rågången mellan aktier och obligationer och företagens kapitalstruktur spelade inte längre någon roll. Harry Markowitz och William Sharpe formaliserade idén om riskspridning i investeringar, vilket resulterade i portföljvalsteorin och den därmed sammanhängande CAPM (*capital asset pricing model*). Eugene Fama tog sig an frågan om aktieprisernas eventuella förutsägbarhet och formulerade sin hypotes om effektiva marknader. När så Fischer Black och Myron Scholes 1973 publicerade sin matematiska modell för prissättning av optioner var den nya teorin i stort sett på plats.⁹

Korskopplingarna mellan bidragen stärkte ämnets akademiska status genom att det uppstod fler beröringspunkter mellan allmän nationalekonomisk teori och finans. För den nya finansteorins proselyter framstod finans alltmer som kapitalismens naturliga mittpunkt, där information om ekonomin insamlades, bearbetades och värderades. En central utgångspunkt för att uppnå ett samhällsekoniskt effektivt resultat var dock att marknader borde vara så fria som möjligt. Politiker kunde enligt teorin inte förväntas sitta på bättre information än någon annan och därmed skulle regleringar bara försämra en marknads effektivitet. Dessutom kunde marknadsaktörerna bäst uppfylla sitt uppdrag att skapa en effektiv prisbildning om deras handlingsutrymme inte begränsades av regleringar.

De tätare banden mellan finans och traditionell nationalekonomi innebar också att det blev lättare att dra till sig mer pengar och flera finansiella forskningsinstitut bildades. Den nya teorin gav dessutom finansmarknadsaktörerna praktiska verktyg och lobbyister fick retorisk ammunition för en mer marknadsliberal politik – vilket ytterligare förstärkte möjligheterna att dra till sig pengar från näringslivet. Under 1960-talet började exempelvis investeringsbanken Wells Fargo intressera sig för indexfonder. Intresset byggde på teorin om informations-effektivitet, enligt vilken aktivt förvaltade fonder inte i längden bör slå index. Wells Fargo organiserade konferenser för att diskutera olika aspekter av den nya teorin, samtidigt som akademiker anställdes för att

omvandla teorin till praktik. Idén om passiv förvaltning – alltså att man inte analyserar enskilda aktier utan köper många aktier för att balansera risk och avkastning – har sedan dess fått mycket stort genomslag över hela världen och är idag ett givet inslag på alla världens börser.¹⁰

En annan händelse kan också illustrera hur den nya teorin kom att påverka utvecklingen. Bretton Woods-överenskommelsen – med fasta växelkurser som den ledande punkten – slöts i slutet av andra världskriget. Världens politiska ledare ville skapa stabilitet genom kontroll av internationellt flödande kapital, samtidigt som nationella finansmarknader reglerades hårt. Ett av den finansiella sektorns mest reglerade områden var börsverksamhet. Från 1920-talet och framåt hade börser runt om i världen blivit alltmer reglerade och på 1960-talet var de flesta börser halvoffentliga institutioner med strikta regler och begränsat utrymme för finansiella innovationer.¹¹ Ekonomisk tillväxt tenderar dock att leda till finansiellt nytänkande i regleringens utkanter. I Chicago fanns två råvarubörser – the Mercantile Exchange (the Merc) och The Chicago Board of Trade – som båda hade sina rötter i Mellanvästerns jordbruks ekonomi. I mitten av 1800-talet hade de utforskat derivatinstrument som riskhanteringsinstrument för vetehandlare, men under större delen av 1900-talet hade de levt en tynande tillvaro.¹²

Leo Melamed, chefen för the Merc, ägnade mycket tid på 1960-talet åt att fundera på hur han skulle få sin börs att växa. Drömmen var att expandera derivatmarknaderna från jordbruksprodukter till valutor och andra finansiella instrument. Inom Bretton Woods var priset på världens valutor bestämda av politiker och i princip orörliga. Detta gjorde drömmen om en derivatmarknad för valutor både lockande och svårfångad. Melamed tog 1971 kontakt med Milton Friedman, en av dåtidens mest kända nationalekonomer som ofta syntes i den globala offentligheten som en marknadsliberal förkämpe. Melamed betalade Friedman 5 000 dollar för att skriva rapporten ”The Need for Futures Markets in Currencies”. The Merc publicerade rapporten och Melamed lyckades få träffa finansministern George P. Schultz, tillika professor i nationalekonomi, som gav sitt godkännande med orden: ”If it’s good enough for Milton, it’s good enough for me.”¹³

Parallellt med Melameds lobbykampanj havererade det internationella systemet med fasta växelkurser, vilket skapade en stor efterfrågan på

finansiella instrument för att hantera de nya valutakursriskerna. I maj 1972 kunde the Merc dra igång sin handel med valutaderivat och året efter startade Chicago Board of Trade sin kompletterande derivatbörs, inriktad på aktieoptioner. Tillsammans bildade de två börserna en central nod i den nya globala finansiella infrastruktur som växte fram under 1970- och 80-talen.¹⁴

Parallellt med de nya derivatbörsernas etablering i Chicago skedde andra förändringar i den globala ekonomin som också påskyndade den nya finansiella teorins genomslag. Den snabba ekonomiska tillväxten i Japan under efterkrigstiden följdes av en liknande utveckling i flera länder i Sydostasien, vilket kom att förändra världens produktionsgeografi. Samtidigt hade de ledande industriländerna blivit alltmer beroende av olja, vilket också skapade en ny typ av finansiella strömmar där de stora oljeexportörerna i Mellanöstern ackumulerade enorma mängder dollar. Till detta kom en begynnande digitalisering av produktionen och rörelsen mot allt fler multinationella bolag utan tydlig nationell hemvist. Det fanns givetvis flera förändringsfaktorer, men detta är exempel på några av de viktiga processer som sammantaget utmanade de hårt reglerade finansiella systemen som dominerade världens länder fram till 1970-talet.¹⁵

När sociologen Manuel Castells på 1990-talet publicerade sitt stora verk om informationssamhällets framväxt ägnade han de globala finansmarknaderna en central del av analysen. Castells utmanade bilden av det finansiella systemet som ett blodomlopp, istället pratade han om det finansiella som ekonomins centrala nervsystem: nervträdarnas nätverk genom kroppen kommunicerade blixtsnabbt och nervsystemet koordinerade vad kroppen skulle göra. Med Castells terminologi fick alltså nationellt orienterade finansmarknader under 1970-talet allt svårare att spela rollen som centralt nervsystem i en alltmer globaliserad ekonomi.¹⁶

Börserna i Chicago och New York tog täten i omvandlingen som följde. Nasdaq-börsen grundades 1971 och fokuserade på tekniktunga bolag. Dessutom var Nasdaq marknadsledande för börshandelns digitalisering. Omvandlingen berörde också själva börsernas organisation och 1975 avreglerade The New York Stock Exchange sin avgiftsstruktur. Det blev därmed möjligt för mäklare att priskonkurrera, vilket sänkte

priset för börshandel och stimulerade innovation. Till Europa kom denna omvandlingsprocess lite senare. Avregleringen av Londonbörsen 1986, kallad *the Big Bang*, innebar att den fasta avgiftsstrukturen försvann, att gränsdragningen mellan handlare och mäklare togs bort samt att ett elektroniskt handelssystem infördes. Resultatet blev att London fortsatt hävdade sin ledande roll inom vissa delar av värdepappershandeln, samtidigt som den stora mängd små fristående mäklare som tidigare skyddats av prisregleringen köptes upp eller konkurrerades ut av internationella aktörer. Börser över hela Europa ställdes inför ett liknande omvandlingstryck under 1980-talet och den tidigare modellen med nationellt organiserade och hårt reglerade marknadsplatser kom på olika sätt att utmanas.¹⁷

Ett av de första länderna där detta skedde var Sverige. År 1980 hade Sverige en begränsad börsverksamhet som inte tog särskilt mycket plats vare sig i medierapporteringen eller i den politiska diskussionen. Svenska lärosätens utbildning i ekonomi hade under 1900-talets första hälft Tyskland som förebild, men det amerikanska inflytandet ökade kraftigt efter andra världskriget. Dessutom blev utbildning en allt viktigare inträdesport till höga poster i näringslivet, både för att kraven på formell utbildning ökade och för att lärosäten blev en källa till nätverksbyggande. Handelshögskolan i Stockholm utmärkte sig särskilt; där har en lång rad ledare inom finans, industri, politik och statlig administration fostrats.¹⁸

Börsen, från nationell monopolist till global teknikplattform

1970-talet var en tid präglad av ekonomisk kris och stagnerande kurser på Stockholmsbörsen. Oron på börsen gjorde dock inte några större avtryck i den samhällsekonomiska debatten. Börsens svaga position i det offentliga samtalet illustreras av Kapitalmarknadsutredningen, vars slutbetänkande presenterades 1978. Denna ”förutsättningslösa översyn av den svenska kapitalmarknaden” innehöll en omfattande analys av AP-fonderna, bostadsfinansieringen och företagens riskkapitalförsörjning. Stockholmsbörsen, däremot, lyste med sin frånvaro.¹⁹

Parallellt med internationella oljekriser och nationella varvsnedläggningar pågick dock andra förändringsprocesser som skulle få stora konsekvenser för börsens utveckling. Efterkrigstidens kraftiga svenska tillväxt hade redan på 1960-talet lett till ett ökat intresse för att investera i aktier bland såväl småsparare som institutionella investerare. Samtidigt utmanades konservativa börsmäklare av finansiella entreprenörer som Thomas Fischer, Erik Pensar och Anders Wall.²⁰ Vid sidan av dessa praktiskt orienterade personer kom under denna tid även en ny generation av nationalekonomer, däribland Lars Jonung, Gabriel Urwitz, Bertil Näslund och Stefan Ingves, att på olika sätt intressera sig för den nya finansiella teorin. Några av dessa ekonomer stannade kvar inom akademien och bidrog till att förstärka utbildningsinslag och forskningsinriktningar inom finans, medan andra utforskade gränslandet mellan teori och praktik.

Stockholmsbörsen utreddes av Fondbörsutredningen under 1970-talet.²¹ Ett av dess förslag var att ge Stockholmsbörsen ensamrätt på att bedriva börsverksamhet i Sverige. Så beslutades av den borgerliga regeringen 1979. Samtidigt ökade antalet ledamöter tillsatta av regeringen till fyra av börsstyrelsens nio ordinarie ledamöter, däribland ordföranden. Att på detta sätt begränsa marknadskrafterna var dock inte något nytt, Stockholmsbörsen hade ända sedan 1800-talet delats mellan privata och offentliga intressen. Börsen var inte i formell mening en myndighet, men dess verksamhet betraktades som en form av allmännyttig verksamhet.

Parallellt med den ökade politiska styrningen av Stockholmsbörsen steg handelsvolymerna. Precis före den nya börslagstiftningens införande omsattes under två miljarder kronor på årsbasis. Vid mitten av 1980-talet hade den siffran stigit till över 100 miljarder, samtidigt som börsindex redovisade en femfaldig ökning.²² Denna kraftiga expansion gjorde att Stockholmsbörsen under dessa år gick från att vara en obetydlig internationell börs till den elfte största i världen. Tillväxten drevs av ett flertal olika, men bitvis sammanhängande faktorer. Skattemässigt gynnades Stockholmsbörsen av det nya skattefondssparandet som sänkte realisationsskatten för privatpersoner. Rörligheten på marknaden påverkades också av att många institutionella investerare ökade sina placeringar på börsen samtidigt som man förvaltade sina portföljer mer aktivt. Den ökande rörligheten förstärktes ytterligare av

att företagsledningarna inom en rad börsbolag – Volvo, Skanska, Skrinet, Lundbergs – använde börsen för att göra egna strategiska företagsaffärer. Till detta kom även effekterna av 1982 års devalvering. De stora exportorienterade börsbolagens internationella konkurrenskraft stärktes, samtidigt som en lägre kronkurs gjorde svenska aktier billigare för internationella investerare. Åren 1979–82 hade valutaregleringen stegvis lättats, vilket gjorde det enklare för globalt kapital att investera i Sverige och vid mitten av 1980-talet hade andelen utländskt ägande stigit från i princip noll till åtta procent.²³

Sammantaget skapade detta en paradoxal situation, där den politiska styrningen av börsen var större än någonsin samtidigt som dess verksamhet växte och förändrades snabbt på grund av expansiva finansiella krafter. Detta ställde nya krav på den som skulle efterträda den avgående börschefen, juristen Bengt Grönqvist. Bengt Rydén var vid tillfället chef på Studieförbundet Näringsliv och Samhälle (SNS) och hade en doktorsexamen i ekonomi från Handelshögskolan i Stockholm.²⁴ Rydén blev utåt sett en mer synlig börschef än sina föregångare, samtidigt som han tidigt formulerade en strategi för en modernisering av börsverksamheten. Ledorden var att skapa en effektiv värdepappersmarknad med hög transparens och där börsen skulle betraktas som ett serviceorgan i allmänhetens tjänst.²⁵ Rydén rekryterade Ragnar Boman, som fick i uppgift att bygga upp en särskild avdelning för regelförfaranden och marknadsövervakning. Filosofin var att börsen behövde bli bättre på självreglering av de finansiella marknaderna, för att undvika alltför hårdhänt reglering från politiskt håll. Strax efter att Rydén och Boman hade börjat jobba ihop fick de anledning att omsätta sina tankar i praktiken för att försvara trovärdigheten för börsen som institution i samband med den så kallade Fermenta-affären. Fermenta var ett bioteknikföretag som under 1980-talets första hälft växte snabbt under ledning av den karismatiska företagsledaren Refaat El-Sayed. Börskursen steg dramatiskt under 1985, men 1986 anklagades El-Sayed för lögn och redovisningsmanipulation.²⁶ Börsstyrelsen tillsatte en större utredning som landade i ett antal förslag för att öka börsbolagens informationstransparens och Bengt Rydén deltog ofta i media som en av Refaat El-Sayeds skarpaste kritiker.²⁷

Utmanaren OM och den nya teorins praktik

Bengt Rydén byggde alltså upp en ny typ av börsledning, mer inspirerad av modern företagsledning än av traditionell ämbetsförvaltning. Samtidigt värnade Rydén bilden av börsen som en neutral marknadsplats. Till detta kom att Rydén i sin egen analys av fondbörsens strategiska utmaningar redan 1985 pekade på digitalisering och internationalisering som två processer som i snabb takt utmanade börsens traditionella sätt att jobba. Fondbörsens roll som nationell monopolist var alltså ingen självklar position att behålla. Bengt Rydén återkom ofta i sitt arbete, både externt och internt, till den del av ekonomisk teori som betonade samarbete mellan olika marknadsaktörer, regelefterlevnad och informationstransparens. På detta sätt, menade Rydén, skapade man förtroende för börsen som samhällsekonomisk institution samtidigt som man byggde internationell konkurrenskraft.²⁸

Den hårdaste konkurrensen skulle dock visa sig komma från betydligt närmre håll. Olof Stenhammar hade från början ett begränsat nätverk i Sverige, men när OM drog igång mäklarverksamhet för standardiserade optioner hade man tillförsäkrat sig stöd från tunga finansiella aktörer som Investor, SEB och Carnegie. Detta var viktigt eftersom OM var i behov av att bygga upp ett förtroende för sin verksamhet, som av många betraktades som både svårförståelig och dessutom i en gråzon i rådande börsmonopol. Stenhammars ledarskap bestod inte bara av att tillförsäkra sig stöd från organisationer utan också att rekrytera individer med rätt expertis, för att kunna utarbeta säljbara produkter, ett fungerande datasystem, en snabbt skalbar organisation och samtidigt utbilda en konservativ finansmarknad dominerad av ett fåtal aktörer.²⁹

Inför lanseringen 1985 var osäkerheten stor. Erfarenheterna från Chicago och Amsterdam pekade på att det initialt kanske skulle handlas några hundra kontrakt per dag; det första datasystemet planerades för att kunna hantera 1 000 kontrakt per dag. Intresset visade sig dock vara mycket stort och efter bara några månader omsattes över 3 000 kontrakt dagligen. På våren 1986 nådde man över 19 000. Redan första verksamhetsåret kunde OM uppvisa en vinst på 11 miljoner kronor och åren efter steg vinsten till över 100 miljoner. Under de kommande åren

expanderade verksamheten snabbt och produktsortimentet utökades successivt med bland annat ränteoptioner, indexoptioner, valutaoptioner och ränteterminer. Tidningen *Affärsvärlden* beskrev det som att Sverige med OM:s hjälp nu var ”på väg mot den fullsorterade finansbutiken”.³⁰

Framgången uppskattades dock inte i alla läger. Redan på sommaren 1985 tillsatte börsstyrelsen en arbetsgrupp, Börsens Optionsgrupp, med uppgift att utreda frågor om en svensk optionsmarknad. Från OM:s håll tolkades detta som att börsen överskred sina befogenheter genom att agera alltför myndighetslikt. Det växte här fram ett ömsesidigt misstroende mellan Stockholmsbörsen och OM i allmänhet och mellan Rydén och Stenhammar i synnerhet, det skulle komma att bestå in på 1990-talet. Även bland vissa stora finansiella aktörer fanns ett missnöje. Privata och vinstdrivna börser var ovanliga i hela världen. Företaget Penningmarknadsmäklarna såg missnöjet som en möjlighet och startade 1987, i samarbete med bland annat Handelsbanken och flera stora institutionella placerare, en konkurrent till OM. Tanken med Sweden's Options and Futures Exchange (SOFE) var att man skulle samarbeta nära med Stockholmsbörsen, att priserna för olika derivatprodukter skulle sänkas och att marknadens aktörer fick bli delägare. Stefan Ingves rekryterades som vd. Valet av den teoretiskt lagde Ingves – han hade doktorerat på Handelshögskolan ett par år tidigare – markerade ytterligare skillnaden mellan de båda företagen. OM klagade högljutt inför starten över att börsen favoriserade SOFE på ett otillbörligt sätt, men börsstyrelsen meddelade i början av 1987 att den avsåg driva en marknadsneutral linje och att OM och SOFE båda accepterades som jämbördiga konkurrenter.³¹

Våren 1987 utvecklade sig till en dragkamp mellan de två konkurrenterna. SOFE lyckades visserligen etablera sig, men misslyckades med att konkurrera ut OM. Tvärtom expanderade båda företagen initialt, inte minst tack vare ett breddat utbud av produkter; i förhållande till den underliggande börsens storlek var exempelvis den svenska marknaden för indexderivat störst i världen. Det verkliga testet kom hösten 1987, då kurserna föll kraftigt på Wall Street. Finansiell oro innebär ofta snabba kursfall och temporära återhämtningar. I den nya finansiella teorin definierades begreppet risk just utifrån hur tillgångar förändras i

värde, så kallad volatilitet. De nya derivatinstrumenten byggde på dessa teorier genom att de gjorde det möjligt att antingen sprida riskerna mer än tidigare eller ta större risker och därigenom möjliggöra en större avkastning. Därmed hade risk i sig själv blivit en handelsvara. För OM och SOFE innebar därför börsoron såväl ett hot som en möjlighet. Intresset för riskhantering och risktagande sköt i själva verket i höjden under hösten 1987, men det innebar också att handeln snabbt koncentrerades till de marknadsplatser där likviditeten var som störst. Följden blev att OM uppvisade en fortsatt snabb tillväxt genom krisen, medan handelsvolymerna sinade för SOFE. Trots att man tog in nytt kapital blev SOFE tvunget att lägga ned verksamheten. OM gick däremot stärkta ur krisen. För det första hade man visat att man klarade att stå emot en konkurrent som hade större stöd från många traditionella aktörer. För det andra kunde man erbjuda sina kunder en likvid marknadsplats genom hela krisen. För det tredje pekade SOFE:s fall på att OM hade blivit allt skickligare på att hantera det politiska spelet, vilket krävdes för att lyckas långsiktigt.³²

Redan när Olof Stenhammar drog i gång OM 1985 var målet att skapa en helt elektronisk börs. Under 80-talets andra hälft utvecklades OM:s affärsmodell när man började titta på möjligheterna att expandera utomlands. Man utarbetade då en plan för modularisering, där man kunde sälja olika tjänster och koncept beroende på hur respektive lands finansmarknad såg ut. Denna vidareutveckling ledde till att OM:s underliggande tekniska system trädde i förgrunden; företaget lade ned stora resurser på investeringar i både hård- och mjukvara. Inom ett par år var OM världsledande inom flera delar av finansmarknadens datorisering (bland annat i konkurrens med Stockholmsbörsen, som också låg långt framme). OM experimenterade också med handelssystem som låg utanför traditionella finansmarknader. Det gällde till exempel elmarknaden, där kraven på avreglering tog fart i en rad länder kring 1990.³³ OM:s handelsplattform passade för detta och företaget skaffade sig en världsledande position på elmarknaden när det levererade systemen till de tre första elbörserna: norsk-svenska Nordpool, finska El-Ex och amerikanska California Power Exchange. OM:s inkomster från dessa systemtjänster växte under 1990-talet; 1998 var de till och med större än clearingintäkterna för deras mer traditionella börsverksamhet.³⁴

Den nya teorin som politisk retorik

Socialdemokratin hade ett komplicerat förhållande till den finansiella sektorn under 1980-talet. Utåt sett gick ledande företrädare till angrepp mot de så kallade finansvalparna och man genomförde uppmärksammade höjningar av omsättningsskatten på värdepapper 1986 och 1989. Samtidigt satt partiet i regeringsställning under nästan hela decenniet och genomförde lejonparten av de finansiella marknadernas avreglering.

När det mer specifikt gällde värdepappersmarknaderna verkar dock flera av de ledande socialdemokraterna ha varit tämligen ointresserade; i såväl memoarer av som biografier över Olof Palme, Kjell-Olof Feldt och Ingvar Carlsson ägnas minimalt med utrymme åt börsen. Börschefen Bengt Rydén beskrev sin frustration över finansminister Feldts ointresse för frågor som rörde värdepappersmarknader. Det fanns dock betydelsefulla undantag. En av de som var aktiva i att formulera och verka för en ny syn på den finansiella sektorn inom socialdemokratin var Erik Åsbrink, även han med examen från Handelshögskolan. I sin roll som statssekreterare på Finansdepartementet 1982–90 var Åsbrink en av de ledande krafterna för att höja departementets kompetens i finansmarknadsfrågor, inte minst genom att anställa ekonomer som Stefan Ingves. Åsbrink gav i offentliga sammanhang uttryck för en mer positiv syn på den finansiella sektorn i allmänhet och på börsen i synnerhet än den gängse socialdemokratiska. Framför allt handlade detta om att Sverige blivit alltmer ekonomiskt integrerat med sin omvärld, vilket ställde krav på anpassning av lagar och regler så att börsen kunde uppfylla sin roll att göra ekonomin mer effektiv.³⁵

Börsboomen, OM:s utmaning av börsmonopolet och den stegvisa avregleringen av de finansiella marknaderna satte socialdemokratin under press att sätta ned foten för värdepappersmarknadernas framtida reglering. Ett första steg togs 1987, när regeringen tillsatte två utredningar: Värdepappersmarknadskommittén (VMK) och Optionsutredningen. Detta skedde i ett läge när omsättningsskatten på värdepapper nyligen hade höjts och det fortfarande var oklart vilken väg som regeringen ville gå. När affärspressen rapporterade om utredningarna var det därför med oro för att de skulle resultera i hårdare regleringar.³⁶

Medan utredningarna arbetade tog branschens lobbyverksamhet fart, inte minst via SNS, som hade en lång tradition av att bygga långsiktiga allianser och nätverk med såväl näringsliv som forskare för att försvara näringsfrihet inom olika delar av näringslivet. Under 80-talets andra hälft gav SNS ut böcker, arrangerade seminarier och engagerade sig i forskning tillsammans med Institutionen för finansiell ekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm.³⁷ År 1988 publicerades boken *Stockholms Fondbörs: Riskkapital i omvandling* för att fira börsens 125-årsjubileum. I förordet betonade Hans Tson Söderström, SNS vd tillika docent i nationalekonomi, att den svenska riskkapitalmarknaden var inne i en period av stark omvandling och att man med boken ville bidra till en djupare förståelse av börsens viktiga roll för samhällsekonomin. I boken varvades beskrivningar av Stockholmsbörsens historia med bidrag som förklarade delar av den nya finansiella teorin med centrala begrepp som riskhantering och informationseffektivitet. Nationalekonomerna Staffan Viotti och Gabriel Urwitz sammanfattade i sitt bidrag hur forskningen nu både teoretiskt och empiriskt kunde användas för att ge stöd åt en "informationssyn" snarare än en "kasinosyn" på börsens verksamhet.³⁸

I princip alla större svenska finansiella aktörer bidrog också med pengar till forskningsprojektet "Strategier för en bättre kapitalmarknad" som SNS koordinerade, samtidigt som man hade ett nära samarbete med de ledande forskarna inom finansiell ekonomi, inte minst Bertil Näslund, professor i finansiell ekonomi och under 90-talet ledamot i Kommittén för Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne. Som en förlängning av detta forskningsprojekt tog SNS även initiativet till en skuggutredning, med målsättningen att "fördjupa och bredda underlaget för de beslut som kommer att följa i VMK:s spår".³⁹ Strax innan VMK lade fram sitt slutbetänkande hösten 1989 publicerade SNS skriften *Strategier för en bättre kapitalmarknad*, där huvudnumret var skrivet av de amerikanska professorerna Merton Miller och Charles Upton, men där även Bertil Näslund, Staffan Viotti, Hans Tson Söderström och Ragnar Lindgren medverkade. Skriften pläderade för att utvecklingen av värdepappersmarknaderna måste förstås i ljuset av den nya finansiella teorin. Huvudargumentet var att börser bör ses som tjänsteföretag som producerar likviditet och tillhandahåller

riskhantering. Likviditeten gynnar samhällsekonomisk effektivitet eftersom den bidrar till bättre prisbildning och resursallokering. Därför, menade författarna, bör börser i så stor utsträckning som möjligt få verka i en självreglerande omgivning. Miller och Upton skrev att den övertro på regleringar som dominerat i de flesta länder sedan 1930-talet lett till att värdepappersmarknader nu led av ”sin image som en tickande tidsinställd bomb, som hela tiden hotar att spränga ekonomin i bitar om den inte omsorgsfullt hålls nedkyld i hinkar av kallt regleringsvatten”.⁴⁰

Att det var just Merton Miller som stod bakom dessa ord är inte oviktigt. Miller var en av portalfigurerna inom den nya finansiella teorin. Även Olof Stenhammar kunde dra nytta av detta och när OM i juni 1990 anordnade ett seminarium om framtida kapitalmarknader var Miller huvudtalare.⁴¹ Ett par månader senare tilldelades Miller Nobelpriset tillsammans med Harry Markowitz och William Sharpe.

Det är alltid svårt att med någon större exakthet bestämma vilket genomslag ett specifikt opinions- och lobbyarbete får i slutändan, men faktum kvarstår att flera av de centralt verksamma personerna på olika sätt har återkommit till skuggutredningens betydelse.⁴² En sak är under alla omständigheter tydligt. Åren 1989–90 etablerades bland ledande politiska och ekonomiska företrädare i Sverige en mer positiv syn på den finansiella sektorn i allmänhet och på börsens samhällsekonomiska roll i synnerhet. Under de kommande åren ledde denna perspektivförskjutning till en rad förändringar inom lagstiftningen, som möjliggjorde en betydande strukturomvandling av värdepappersmarknaderna.

Ett första viktigt steg i den riktningen var Optionsutredningens och VMK:s slutbetänkanden, som båda utgick från värdepappersmarknader som en viktig och integrerad del av en ekonomis infrastruktur. Utredningarna var försiktigt positiva till den nya finansiella teorin och dess möjliga nya användningsområden. De pekade särskilt på utvecklingen i Europa och det arbete som skedde inom ramen för EG för att öka rörligheten för de fyra friheterna (varor, tjänster, personer och kapital). Utredningarna identifierade ett antal områden där den svenska regleringen behövde ses över: de internationella aktörernas möjlighet att verka i Sverige, den politiska styrningen av Stockholmsbörsen och frågan om blankning. (Blankning är ett sätt att spekulera i fallande

kurser, genom att den ena parten lånar ut aktier mot en avgift. Under lånetiden kan den som lånat aktien sälja den. När lånetiden löper ut måste låntagaren återköpa och återlämna aktierna.)

VMK:s och Optionsutredningens arbeten ledde snabbt till relativt omfattande förändringar: omsättningsskatten togs bort, blankning blev tillåtet och börsen bolagiserades. Att tillåta blankning var principiellt viktigt eftersom det sätter fingret på att begreppet spekulation omdefinierades till något mer positivt i den nya finansiella teorin. Denna typ av affärer blev nu betraktad som en normal och viktig del av marknadens sätt att prissätta aktier. Det stod alltså klart att perspektivförskjutningen bidrog till det nya ramverk för värdepappershandeln som tog form i början av 1990-talet. Den före detta börsjuristen Lars Bredin noterade hur regeringens proposition, signerad Erik Åsbrink och Stefan Ingves, tydligt reflekterade den nya tidsandan: ”Den kan utan överdrift sägas ha varit radikal och mer inspirerad av de nyliberala idéerna än vad man inom VMK vågade sig vara.”⁴³

En institution som genomgick en liknande förändring under samma period var Bankinspektionen, som under hela 1900-talet hade spelat en central roll som övervakare av det finansiella systemet. Det starka regleringsklimatet efter andra världskriget hade ytterligare stärkt dess maktposition.⁴⁴ När OM startade sin verksamhet utgjorde Bankinspektionen en av företagets stora utmaningar och bankinspektör Hans Löwbeer gick ut offentligt och kritiserade OM:s planerade ränteterminer för att de stred mot lagens anda genom att kringgå den omstridda omsättningsskatten. När Anders Sahlén tillträdde som bankinspektör 1990 förändrades dock relationen till det bättre. Endast några månader efter att Sahlén tillträtt förenklades regelverket kring optioner – det så kallade leveranskapacitetskravet släpptes, vilket innebar att affären blev ett rent finansiellt kontrakt om prisförändringar och huruvida säljaren faktiskt ägde den underliggande tillgången (alltså aktierna) betraktades som ointressant. Denna regelförändring markerade en större förståelse för den nya teorins logik och den visade på hur Bankinspektionen nu accepterade derivatinstrument mer allmänt som en del av värdepappersmarknaderna.⁴⁵

Bolagisering bereder mark för fusion

När det gällde börsens bolagisering spelade börsstyrelsen själv en roll. Bengt Rydén argumenterade för att Stockholmsbörsen skulle kunna effektiviseras och bättre möta den internationella konkurrensen om det blev möjligt att attrahera riskkapital, ackumulera vinster och etablera en tydligare ägarstyrning. Rydén kunde nu också känna sig tryggare i att det fanns en större förståelse och acceptans för börsens verksamhet även på den politiska vänsterkanten. Det märktes inte minst i remiss-svaren till VMK, där till och med LO formulerade skrivningar om marknadsplatsens neutralitet och lika tillgång på information för alla aktörer. Frånvaron av sakskalet emot en privatisering kan kontrasteras mot de rejäla breddsidor som LO:s ordförande Stig Malm avlossat bara några år tidigare mot börsen och ”finansvalparna”.⁴⁶

På våren 1992 presenterade den borgerliga regeringen en proposition och i januari 1993 övergick börsens verksamhet till att drivas av Stockholms Fondbörs AB – med staten som minoritetsägare. Ägandet blev en central fråga i bolagiseringsprocessen, som skulle få stora konsekvenser för den fortsatta utvecklingen. Bolagisering medförde att börsen skulle värderas och att detta värde sedan skulle skiftas ut till de som kunde göra ägaranspråk. Till slut landade börsledningen i slutsatsen att det bästa vore att, tvärt emot den intuitiva logiken, värdera börsen mycket lågt. Därigenom fanns det inte så mycket att bråka om. Börsens största ägare blev de traditionella storbankerna, men även börsbolagen själva fick möjlighet att köpa in sig som ägare. Den försiktiga värderingen av Stockholmsbörsen aktiverade rivalen OM. Bara ett par år tidigare hade börsen såsom monopolist och halvstatligt övervakningsorgan varit den starka parten visavi OM. Redan 1985, och hela vägen fram till fusionen, var dock OM:s årliga intäkter och vinster flera gånger större än Stockholmsbörsens. OM ackumulerade stora mängder kapital och nu uppstod plötsligt en gyllene möjlighet för OM att köpa in sig billigt i sin värsta konkurrent. Bara ett år efter bolagiseringen hade OM blivit Stockholmsbörsens största ägare. Samtidigt växte insikten på ömse sidor om att en fusion mellan de båda konkurrenterna skulle vara ett naturligt steg. Samordning mellan traditionella börser och derivat-

marknader skedde på allt fler håll runt om i världen. Detta var en trend som i Europa förstärktes av EU:s investeringsdirektiv som trädde i kraft 1996, som syftade till att underlätta handel med finansiella produkter över nationsgränserna. Den tekniska utvecklingen bidrog också till att utmana rådande strukturer. Efter segdragna förhandlingar lyckades man till slut att enas i november 1997 och i januari 1998 inleddes fusionen genom att OM i princip tog över Stockholmsbörsen.⁴⁷

För den nybildade börsen OMX följde sedan ett årtionde av snabb anpassning till en alltmer globaliserad finansmarknad. Det gällde såväl implementeringen av det europeiska tjänstedirektivet inom värdepappersområdet (ISD) 1996 som direktivet om marknader för finansiella instrument (MiFID) 2004. Tillsammans satte de press på börser att öppna för utländsk konkurrens. Denna utveckling påskyndades också av den tekniska utvecklingen som förenklade internationella transaktioner. En liknande bolagiserings- och privatiseringsvåg som den i Sverige skedde över stora delar av världen, vilket också utlöste en våg av uppköp och samarbeten mellan börser. Fram till finanskrisen 2008–09 genomfördes en lång rad strukturaffärer bland världens börser, och med tanke på OMX:s starka tekniksida och goda position i Norden är det inte förvånande att intresset också riktades mot Sverige. Efter flera turer fram och tillbaka såldes OMX till Nasdaq, samtidigt som Dubaibörsen blev ny storägare i Nasdaq. I och med Nasdaqs köp blev den svenska börsen en tydlig del av den nya globala finansiella infrastruktur som på ett par årtionden tagit över världens finansmarknader, understödd av avregleringsprocesser, internationell integration och digitalisering.⁴⁸

Börsens nya roll i marknadens tid

På knappt 20 år, med start i det sena 1970-talet, omvandlades de svenska värdepappersmarknaderna. I centrum för denna omvandling stod börsen. Jag har här pekat på börsen som en medskapande aktör till ett nytt narrativ om dess centrala roll för en effektiv samhällsekonomi. Detta narrativ växte fram genom en växelverkan mellan olika typer av aktörer. För det första har vi enskilda individer som Bengt Rydén, Erik Åsbrink och Merton Miller, som på olika sätt bidrog till förändringen inom sina respektive fält. En andra grupp aktörer utgjordes av

organisationer som Handelshögskolan, OM och Finansdepartementet, som stabiliserade och koncentrerade resurser till förändringsprocessen. Som en sista aktörstyp har jag identifierat den nya finansiella teorin, som påverkade utvecklingen genom att den konkret användes för att bygga upp en svensk derivatmarknad samtidigt som den också användes för att politiskt motivera de förändringar som krävdes. Det var också den nya teorin som visade på hur derivatmarknader kunde expandera utanför det rent finansiella och ligga till grund för andra samtida avreglerings- och kommodifieringsprocesser, inom exempelvis elektricitet.

På ett konkret plan utrustade den nya finansiella teorin marknadsaktörerna med nya förmågor och verktyg. OM:s marknad för optioner gjorde det till exempel möjligt att räkna på framtida värderingar på nya sätt. Därigenom kunde teorin användas för att både öka och minska risken för försäkringsbolag och andra institutionella investerare. Denna differentiering skapade nya former för riskhantering och risk blev i sig själv till en vara på en växande finansiell marknad. Dessa förmågor och verktyg är något som Michel Callon benämner ”beräkningsbarhet” (*calculability*) och som han menar är avgörande för att förstå hur nya idéer om ekonomi också är med och formar nya marknader. Teorierna manifesterar sig i nya verktyg som gör det möjligt för marknadsaktörerna att handla i enlighet med den nya finansiella teorin, vilket skapar självförstärkande återkopplingsmekanismer.⁴⁹ Dessa återkopplingsmekanismer mellan teori och praktik kan också beskrivas i termer av performativitet.⁵⁰ Marknader är alltså inte något som bara uppstår och som ekonomisk teori beskriver. Marknader är något som aktivt skapas av entreprenöriella aktörer, där teori kan spela en viktig roll för marknaders realisering. För att återgå till inledningen av denna text satte entreprenören i detta fall till och med in en annons i *Affärsvärlden* och deklarerade sin vision.

Begreppet beräkningsbarhet pekar mot hur nya idéer om marknader kopplades samman med börsens roll för att bearbeta information. Det blev, i och med denna perspektivförskjutning, naturligt att se börsen som ekonomins naturliga mittpunkt genom dess förmåga att allokera resurser mer generellt. Genom att beskriva börsen i termer av information, effektivitet och prisbildning kunde även ord som spekulation och risk, som tidigare varit mer negativt laddade, användas för att skapa

ett narrativ där börsen spelade en positiv roll för den samhällsekonomiska utvecklingen som helhet. Detta narrativ växte dock inte fram av sig självt – såväl Stockholmsbörsen som OM lade ned betydande summor på att utveckla kunskap, delta i utbildningsinsatser och bedriva lobbyverksamhet.

- För mer om globaliseringens konsekvenser för lönerörelserna, se Erik Bengtssons kapitel.
- För mer om vardagslivets finansialisering, se Orsi Husz och David Larsson Heidenblads kapitel.

Noter

- 1 Derivatinstrument är ett samlingsnamn på en form av värdepapper vars värde är kopplat till värdet på en underliggande tillgång. Den underliggande tillgången kan t.ex. utgöras av aktier, valutor, räntor eller råvaror. Man följer alltså värdeutvecklingen utan att faktiskt äga själva tillgången. Vanliga derivatinstrument är optioner, terminer och warranter.
- 2 "Svensk optionsmarknad öppnad: Investerarna får friare val", *Dagens Nyheter* (DN) 23/6 1985.
- 3 Göran Blomé, *Tala om timing: Historien om OM* (Stockholm: SNS, 1990); Oskar Broberg, "Entreprenör i riskhantering: Olof Stenhammar (1941–) och OM Gruppen", i Tom Peterson (red.), *Pengamakarna: 350 år av entreprenörskap och innovation inom det svenska finansiella systemet* (Stockholm: Atlantis, 2012); Oskar Broberg, "Sällskap, infrastruktur, marknad", i Mats Larsson (red.), *Stockholmsbörsen på en förändrad finansmarknad* (Stockholm: Dialogos, 2016).
- 4 I det följande kommer jag för tydlighets skull att använda begreppet Stockholmsbörsen för att benämna Stockholms Fondbörs (fram till fusionen med Optionsmäklarna 1997, då OMX bildades).
- 5 Robert Shiller, *Narrative Economics* (Princeton: Princeton University Press, 2019).
- 6 Per Hansen, "Making Sense of Financial Crisis and Scandal: A Danish Bank Failure in the First Era of Finance Capitalism", *Enterprise & Society* 13:3 (2012).
- 7 Niel Fligstein & Ryan Calder, "Architecture of Markets", i *Emerging Trends in the Social and Behavioral Sciences: An Interdisciplinary, Searchable, and Linkable Resource* (2015), s. 1.
- 8 Donald MacKenzie, *An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets* (Cambridge, MA: MIT Press, 2006).
- 9 Cihan Bilginsoy, *A History of Financial Crises: Dreams and Follies of Expectations* (New York: Routledge, 2015).
- 10 MacKenzie 2006.
- 11 Ranald Michie, *The Global Securities Market: A History* (Oxford, Oxford University Press, 2006).
- 12 William Cronon, *Nature's Metropolis: Chicago and the Great West* (New York: W.W. Norton, 1991).

- 13 MacKenzie 2006, s. 148.
- 14 Bilginsoy 2015.
- 15 Lennart Schön, *En modern svensk ekonomisk historia: Tillväxt och omvandling under två sekel* (Stockholm: SNS, 2014).
- 16 Manuel Castells, *The Information Age: Economy, Society and Culture*, vol. 1, *The Rise of the Network Society* (Malden: Blackwell, 1996).
- 17 Bilginsoy 2015; Michie 2006.
- 18 Lars Engwall, *Mercury Meets Minerva: Business Studies and Higher Education: The Swedish Case* (Stockholm: Economic Research Institute, Stockholm School of Economics, 2009).
- 19 SOU 1978:11–12: *Kapitalmarknaden i svensk ekonomi: Betänkande* (Stockholm: Kapitalmarknadsutredningen, 1978).
- 20 Mats Hallvarsson, ”1970-talet – en förberedelseperiod för 1980-talets omvälvning”, i Ingemund Hägg (red.), *Stockholms Fondbörs: Riskkapitalmarknad i omvandling* (Stockholm: SNS, 1988).
- 21 SOU 1973:60: *Fondbörsen: Betänkande* (Stockholm: Fondbörsutredningen, 1973).
- 22 Daniel Waldenström, *Swedish Stock and Bond Returns 1856–2012* (Uppsala: Uppsala universitet, 2014).
- 23 Ragnar Boman, ”Riskkapitalmarknadens renässans under 1980-talet”, i Ingemund Hägg (red.), *Stockholms fondbörs: Riskkapitalmarknad i omvandling* (Stockholm: SNS, 1988); SOU 1989:72: *Värdepappersmarknaden i framtiden: Betänkande* (Stockholm: Värdepappersmarknadskommittén, 1989), s. 205–206; Oskar Broberg, ”Globalisering, entreprenörskap och humankapital”, i Mats Larsson (red.), *Det svenska näringslivets historia 1864–2014* (Stockholm: Dialogos, 2014).
- 24 Kerstin Ullenhag, *I takt med tiden: SNS åren 1948–1998* (Stockholm: SNS, 1998); Broberg 2016.
- 25 Bengt Rydén, ”Stockholms fondbörs: Arbetsformer och förändringsbehov”, pm till börsstyrelsen 19/8 1985.
- 26 *Fermenta: Fakta och erfarenheter* (Stockholm, Stockholms Fondbörs: 1988); *Nobel industrier, Gamlestaden, Erik Penser och bankerna: Händelseförlopp, bedömningar och förslag. Rapport från en av Stockholms fondbörs tillkallad utredning* (Stockholm: Stockholms Fondbörs, 1992).
- 27 Ragnar Boman, ”En ny typ av juridisk litteratur”, i Marianne Lundius m.fl. (red.), *Aktie, aktiebolag, aktiemarknad: En vänbok till Johan Munck* (Stockholm: Corporate Governance Forum, 2013).
- 28 Rydén 1985.
- 29 Broberg 2012.
- 30 Blomé 1990.
- 31 Broberg 2012.
- 32 Blomé 1990.
- 33 Per I. Olsen, ”The Re-formatting of Electricity, and the Making of a Market”, i Barbara Czarniawska & Tor Hernes (red.), *Actor–Network Theory and Organizing* (Malmö, Liber: 2005).
- 34 Blomé 1990.
- 35 Erik Åsbrink, ”Kreditavregleringen och den ekonomisk-politiska miljön”, i Nils-Eric Sandberg (red.), *Vad kan vi lära av kraschen? Bank- och fastighetskrisen 1990–93* (Stockholm: SNS, 2005).

- 36 Broberg 2016.
- 37 Ullenhag 1998; Rikard Westerberg, *Socialists at the Gate: Swedish Business and the Defense of Free Enterprise, 1940–1985* (Stockholm: Stockholm School of Economics, 2020); Lars Hörngren (red.), *Kreditmarknadens spelregler* (Stockholm: SNS, 1987).
- 38 Viotti & Urwitz 1988.
- 39 Miller & Upton 1989, s. 7.
- 40 Ibid., s. 30.
- 41 Blomé 1990.
- 42 Broberg 2016.
- 43 Bredin 2013, s. 88.
- 44 Larsson 1998.
- 45 Broberg 2016.
- 46 Broberg 2012.
- 47 Broberg 2016.
- 48 Broberg 2012.
- 49 Michel Callon, "An Essay on Framing and Overflowing: Economic Externalities Revisited by Sociology", *The Sociological Review* 46:1 (1998).
- 50 MacKenzie 2006.