

Bolagens vinstmål är en orsak till finanskriser

THOMAS FRANZÉN

är fil dr i nationalekonomi. Som vice Riksbankschef 1989-95 hade han bl a ansvar för arbetet med att år 1993, under Riksbankschef Bengt Dennis, etablera Riksbankens mål om prisstabilitet, det s k inflationsmålet. Under perioden 1995-2004 var han chef för Riksgälden. I dag är Thomas Franzén ordförande i Arbetsförmedlingen, vice ordf i Nasdaq OMX Exchanges samt medlem i Etikkollegiet.
thomas-franzen@nisp.nu

I artikeln hävdas att företagens orealistiska avkastningskrav, ofta runt 20 procent, är en av orsakerna bakom de återkommande kriserna i finansmarknaderna. Artikeln visar att företagens finansiella mål egentligen syftar till att undvika att vända sig till börserna för att skaffa kapital samt hur detta medverkar till att bygga upp bubblor i finansmarknaderna. Avkastningskraven i kombination med bonuskultur leder dessutom till att riskerna drivs upp.

Det är angeläget ur såväl aktieägarnas som politikernas intresse att reducera företagens avkastningsmål. Artikeln skissar på hur en välfungerande marknad och ändamålsenlig politik kan gestalta sig.

De höga avkastningskraven i företagen ligger skyhögt över vad som uppnåtts historiskt och vad som är långsiktigt möjligt. Detta är en viktig orsak till återkommande finansiella bubblor som får genomslag i den reala ekonomin. Finans- och penningpolitik har genom allt större åtgärder försökt korrigera för de reala effekterna genom låga räntor och expansiv finanspolitik. Politiken har bidragit till att hålla liv i orealistiska avkastningskrav och har därmed förvärrat problemen.

Den finanskris som alla nu talar om är ur detta perspektiv ett uttryck för mer fundamentala problem och ett led i återkommande finanskriser. Politiken hotar att ytterligare förstora problemen.

En god utveckling förutsätter att avkastningskraven i företagen åtminstone halveras så att de ligger närmare räntenivån.

1. Företagens vinstmål

Inom företagsekonomi och redovisning har man utvecklat en modell för att bestämma mål för avkastning och ökning av kapital. Den startar med ett önskemål om utdelning till aktieägarna och en bedömning av vilken tillväxt av det egna kapitalet som behövs när marknaden växer och/eller företag köps upp.

Låt oss anta att företaget vill dela ut en tredjedel av sin vinst till aktieägarna och tillväxten bedöms fordra en ökning i kapitalet på 15 procent. Då fordras det en avkastning på det egna kapitalet efter skatt på 22,5 procent för att det hela ska gå ihop.

Högre ambitioner för vinstutdelning ökar kravet på avkastning. Högre tillväxtambitioner ökar också kravet på avkastning.

Det är sådana kalkyler som ligger bakom att många företag satt mål för

avkastning på sitt egna kapital som oftast ligger runt 20 procent. Att inflationstakten har sjunkit har inte resulterat i lägre avkastningsmål. Därmed har de reala avkastningskraven stigit de senaste decennierna. En förklaring till att kraven behållits höga är att räntan på upplånat kapital sjunkit med inflationen. Därigenom kan bibehållna vinstmarginaler på de produkter företaget säljer lättare generera en hög avkastning på det egna kapitalet.

En del företag har operationaliserat målet genom att sätta upp mål för vinstmarginalerna. Från ambitionen om avkastning på kapital beräknas vilka vinstmarginaler som behövs på produkterna.

Lars Östman (2009) beskriver hur ägarstyrning och aktiemarknader gjort att företagen som sådana kommit att spela mindre roll och ägarperspektivet i gengäld blivit viktigare. På ett intressant sätt belyser han förändringarna i kontrollsystem och mål över tiden. Ägarmarknaderna har gjort att avkastningskraven höjts och företagets motståndskraft minskat. Det bör påpekas att det inte är företagsekonomi eller formler som orsakat nivån på kraven. Orsaken är naturligtvis den miljö i vilken matematiken används.

I detta sammanhang är det särskilt intressant att t o m en tämligen trivial verksamhet, som normal bankverksamhet utgör, har mål för avkastningen som ligger på dessa höga nivåer. Avkastningskravet för Nordea låg exempelvis på 15 procent tills för ca 15 år sedan. När detta hade uppnåtts så annonserade en stolt VD att det var dags att höja det till 17 procent. Därefter formulerades målet som att avkastningen skulle vara högre än för konkurrenterna. På liknande sätt fick övriga storbanker mål om att ha en högre avkastning än sina konkurrenter. För år 2007 noterar Swedbank att avkastningen för nordiska konkurrenter legat på 19,2 procent medan Swedbank uppnått 18,9 procent.¹

Utvecklingen har alltså inneburit höga och stigande reala avkastningskrav samt en relativisering i betydelsen att en god avkastning också måste vara högre än andras för att vara tillfredställande. En sorts relativ betygs-skala på företagsledningarna.

Till detta kommer belöningssystemen med bonusar som syftar till att målen ska överträffas. Detta är ett tecken på att målen i praktiken blivit till krav som styr verksamhet och investeringsbeslut. Denna mekanik med incitament har lett till en dynamisk press uppåt på avkastningskraven och är troligen en förklaring till att avkastningsmålen inte justerats ned när inflationen sjunkit påtagligt. En annan förklaring är att varje enskilt företag som justerar ned sina mål/krav för avkastningen hotar att drabbas av att priset på aktien faller. De kan bli föremål för uppköp och övertagande av ägargrupper som har högre ambitioner. Så kallade riskkapitalister ökar pressen uppåt på avkastning. De driver upp avkastningen bl a genom belåning av uppköpta företag.

En viktig aspekt på resonemangen bakom avkastningsmålen är att de

¹ Swedbank (2008, s 10).

innebär att företagen strävar efter att se till att man egentligen inte behöver börser för att skaffa kapital. Aktiemarknaden ses inte som en plats där man skaffar kapital genom emissioner. Företaget ska generera det kapital som behövs utan att besvåra aktieägarna.

2. Historisk avkastning

Sett i genomsnitt över mycket lång tid har avkastningen på aktier på börser legat i storleksordningen 4 procentenheter över räntan på statsobligationer. Förklaringen till meravkastningen är naturligtvis att aktier utgör riskkapital. Den svenska börsen uppvisar ovanligt hög meravkastning på närmare 6 procent. En förklaring är att ränteregleringar fram till 1985 höll ned upplåningskostnaden för företagen så att vinstmarginalerna på produkterna i större utsträckning tillföll aktieägarna än långgivarna.

Överavkastningen på aktier har stimulerat människor till att i allt större utsträckning placera sina pengar på aktiemarknaden. Allt annat lika innebär detta att utbudet på riskkapital, riskviljan, ökar. I välfungerande marknader bör ett ökat utbud på riskkapital innebära att dess avkastning minskar.

Utifrån den historiska erfarenheten skulle vi därmed kunna säga att vi kan förvänta oss en avkastning på aktier på ca 8-9 procent per år. Det förutsätter en obligationsränta på ca 5 procent. Man skulle kunna argumentera för att en ökad vilja att ta del av överavkastningen skulle ge lägre avkastning i framtiden.

3. Ekonomisk teori

Ekonomisk teori säger att ersättningen till totalt arbetande kapital bör ligga i närheten av kapitalets marginalproduktivitet. Den säger också att räntan på lång sikt bör ligga på samma nivå som produktiviteten efter att hänsyn tagits till förslitning och depreciering.

Har kapitalet i en bransch högre produktivitet – avkastning – än den genomsnittliga så kommer sparandet, kapitalbildningen, att kanaliseras dit tills skillnader i produktiviteten utjämnas. Om avkastningkraven stiger bör kapitalstocken minska tills dess marginella produktivitet stigit så att avkastningskraven tillgodosätts.

Avkastningen på totalt kapital ska fördelas på lånat kapital och eget kapital såsom aktier. En lägre ränta skapar, som vi noterat för Sverige, ett något större utrymme för avkastning på aktier. Ju mer riskvilliga spararna är desto mindre blir skillnaden mellan aktieavkastning och räntan. Från ekonomisk analytisk utgångspunkt förefaller den historiska meravkastningen på aktier vara förvånansvärt hög mot bakgrund av olika skattningar av riskaversion.

Det är således inget i ekonomisk teori som a priori motsäger en hög avkastning på kapital. Däremot finns det ett stöd för att ränta och avkastningskrav ska ligga nära varandra. Räntan avspeglar också hur människor värderar konsumtion i dag i förhållande till konsumtion i morgon. Avkast-

ningen på kapital drivs genom investeringar till en nivå som svarar mot människors värdering av framtida konsumtion.²

Man skulle mot denna bakgrund kunna fråga sig om problemet på marknaderna är att räntan inte anpassats upp så att den ligger närmare den höga nivå som utgörs av företagens avkastningskrav på eget kapital. En alternativ fråga är om aktiemarknaderna av någon anledning inte tillåter kapitalet att flöda in så att jämvikt uppstår genom att avkastningen på kapitalet närmar sig kapitalets avkastning i resten av ekonomin.

Vi kan inte analysera alla dessa alternativ i denna artikel. Låt oss som utgångshypotes tro att den framtida avkastningen ligger nära den historiska och att företagens finansiella mål är för högt ställda.

4. Konsekvenser på aktiemarknaderna

Hur betar sig aktörerna i en ekonomi där företagens mål för avkastningen på eget kapital inte härletts eller avstämts mot historisk erfarenhet och ekonomisk teori? Vad blir följderna av att avkastningskraven som företagen försöker uppnå är mer än dubbelt så höga jämfört med vad som är långsiktigt realistiskt?³

Ett alternativ är att man försöker minska lönekostnaderna. Tuffa besparingar, avveckling av aktiviteter som inte lever upp till avkastningskraven och *outsourcing* är naturliga instrument. Sådana strävanden ska också finnas under normala avkastningskrav. Men de utgör knappast en lösning på lång sikt. Vi kan dock konstatera att löntagarna inte i någon större utsträckning ifrågasatt nivån på avkastningskraven när företagen presenterat sina rationaliseringsbehov.

Ett annat alternativ är att företagen försöker minska det egna kapitalet. Ett allt mindre kapital kan då få plats med en högre avkastning. De senaste årens utveckling i banksektorn är ett exempel på detta. Eftersom kapitalet är en så obetydlig del i förhållande till hela balansomslutningen blir det en kraftig ökning i avkastning på eget kapital ju närmare man befinner sig minimiregler för eget kapital enligt Baselkraven. Till detta kommer incitament att göra åtaganden utanför balansräkningen som mer eller mindre medvetet inte är föremål för kapitaltäckningskrav. Detta är ett led i en generell tendens att företag tar ökade risker för att uppnå de höga avkastningsmålen.

Är målen för avkastning för högt satta har också företagen svårt att finna investeringar som uppfyller kraven. Då är höga utdelningar och företagens återköp av sina egna aktier ett tecken på att företagen inte förmår förränta kapitalet till de rådande avkastningskraven. För hela företagssektorn strider detta mot de tillväxtmål som en gång låg bakom avkastningskraven. Men avkastningskraven hos ägarna har blivit det styrande. För ett enskilt företag

² Analysen kan naturligtvis utvecklas med diskussion om humankapital och olika typer av teknisk utveckling men det ligger utanför syftet med denna artikel.

³ I Franzén (2005) förutspåddes en kommande aktiebubbla enligt dessa mekanismer.

kan situationen se annorlunda ut. Företaget kan t ex köpa upp andra företag, rationalisera kapitalanvändningen och därefter dela ut kassan.

Börsen blir med dessa beteenden en plats där företagen delar ut vinster och köper tillbaka aktier. Börserna blir inte en källa till nytt kapital.⁴

Under perioden 2000 t o m 2008 har utdelningar och kontanta köp av företag från Stockholmsbörsen uppgått till 1 007 miljarder kr samtidigt som nyintroduktioner och nyemissioner uppgick till 246 miljarder.⁵ Av nyintroduktionerna svarade statens utförsäljning av Telia för nära en tredjedel. Även USAs börser fungerade som likviditetsutdelare snarare än kapitalkälla.

Aktieägarna får då pengar från utdelningar och återköpta aktier. Vad ska de göra med dessa? Investera i obligationer som ger en betydligt lägre avkastning än företagens avkastningsnivåer? Då förefaller aktieköp betydligt mer attraktivt. Men företagen delade ju ut pengarna för att de inte behövde dem? De efterfrågar inte kapital! Utbudet av aktier ökar inte.

Priserna stiger då på aktier och aktieägarna blir lyckliga över sina orealiserade kapitalvinster. Bubblor byggs upp i aktiemarknaden. De orealiserade kapitalvinsterna ligger i sin tur till grund för konsumtion och belåning. Begreppet överkonsumtion skulle kunna härledas ur denna mekanism.

I denna miljö skapas också utrymme för att ta hand om likviditeten genom att erbjuda investeringar i nya riskinstrument och på nya marknader med avkastningsmål som ligger ännu högre än i de ”trygga” företagen på börserna. På 1990-talet letade man t ex efter företag med ett högt ”capital burning ratio” och fann dem inom IT-sektorn. Dessa företag svalde stora mängder kapital och tog därför hand om den likviditet som brände i placerarnas fickor. De senaste åren har sk riskkapitalister upplevt att fondförvaltare bjudit förvånansvärt generöst för att få vara med i riskkapitalfonderna.

För enskilda företag på monopol- och oligopolmarknader med dålig genomlysning och kunder som är orörliga finns det möjligheter att nå särskilt höga avkastningsnivåer. Det är sannolikt en viktig faktor bakom de svenska bankernas höga resultat som nämnts ovan. Men vi ser också hur risktagandet drivits upp genom kraftig expansion på nya marknader, t ex Baltikum och Ukraina. Att svenska banker har klarat sig relativt bra jämfört med banker i USA beror troligen till väsentlig del på att konkurrensen i USA varit större och tendensen att ta risk för att nå hög avkastning därmed varit starkare där. Bonussystemen har en viktig roll för att skapa beteendet men man måste komma ihåg att de vuxit fram i en miljö där det grundläggande problemet är jakten på ohållbart hög avkastning. Dålig konkurrens, som i Sverige, i form av oligopol är dock inte önskvärt. Det innebär ökade

⁴ Lars Östman (2009, s 26) konstaterar att inte bara förmögna människor utan folk i allmänhet blev beroende av avkastningen på aktiemarknaden som en försörjningskälla. Samtidigt har hela professionella kårer av resursfördelare och bevakare som uppgift att bidra till att deras organisationer ska framstå som attraktiva för dessa. Vertikala spänningar är oundvikliga.

⁵ Uppgift från Stockholmsbörsen.

kostnader för kunderna, vilket minskar deras möjligheter. Som Jacques de Larosièrerapporten (de Larosière 2009a) konstaterar har dessutom konkurrensen kommit att minska som en följd av finanskrisen. Detta håller tillbaka återhämtningen i ekonomin.

I början av den senaste aktiebubblan sa dåvarande VDN på fjärde AP-fonden, Tomas Halvorsen, att det vore bättre att företagen behöll mer pengar och investerade i sin verksamhet. Marcus Wallenberg i Investor yttrade sig på liknande sätt. De blev bemötta med förakt så de tystnade snabbt. Argumentet mot dem var att företagen ska dela ut pengarna så att de kan strömma vidare till de högavkastande alternativen. Den underliggande bilden var en rationell och allvetande kapitalmarknad.

Men egentligen var deras funderingar ett uttryck för att företagets mål var fel ställda. Det underliggande meddelandet var att det är bättre att sänka avkastningskraven så att vanliga företag med normal verksamhet kan utvecklas och ta hand om kapitalet på ett tryggare och hållbart sätt.

Dessa tendenser har under en ganska lång period förstärkts av penningpolitiken. Inflationen har sjunkit genom att den internationella konkurrensen ökat. Detta har medfört att centralbanker har hållit räntan låg eller rent av sänkt räntan för att hålla uppe inflationen. Vi har sett perioder under de senaste decennierna där ekonomier vuxit kraftigt, tillgångspriser stigit kraftigt och räntan sänkts oupphörligt med hänvisning till den låga inflationen. Därigenom har företagets upplåningskostnad hållits ned. Politiken har på detta sätt bidragit till att hålla uppe målen om avkastning på företagets eget kapital. Den låga räntan har dessutom direkt ökat utbudet på riskkapital och drivit upp aktiepriserna eftersom spararna upplevt att räntesparande är oförmånligt.

Under det förra decenniet lanserades begreppet ”den nya ekonomin”. Idéer framfördes om att vanliga ekonomiska resonemang inte skulle gälla. Detta gjorde det möjligt att tro att räntan skulle vara låg samtidigt som avkastningen på kapital bedömdes öka. Men långsiktiga samband säger att räntan bör samvariera med kapitalets avkastning.

När riskerna på de finansiella marknaderna har realiserats och akuta problem uppstått på finans- och aktiemarknaderna, har den ekonomiska politiken reagerat snabbt och resolut. Federal Reserve (FED) i USA har fått mycket beröm för att man flera gånger ingripit kraftfullt med bl a likvidisering och mycket stora räntesänkningar. Andra centralbanker har tagit rygg på USA. Men ordförande Greenspan i FED blev garanten för att en ohållbar utveckling skulle fortsätta. Vid varje tillfälle har man sett problemen som uttryck för fel eller misstag i en avgränsad sektor eller marknad. Asienkrisen, Rysslandskrisen, Long-Term-Capitalkrisen, IT-krisen är några avgränsningar/begrepp som används.

Nu sällar sig nya begrepp till de andra. Först kallade man det Subprimekrisen sen Fastighetslånekrisen. Därefter kom Bankkrisen och nu heter den Finans- och kreditkrisen.

Siffrorna på ekonomisk-politiska åtgärder har nått nivåer som ingen

kunnat drömma om. Redan i februari 2008 röstade den amerikanska kongressen fram ett finanspolitiskt stimulanspaket på 168 miljarder dollar som sedan följdes upp av ett Obama-paket på 787 miljarder i februari 2009. Obamas stimulanser, som i huvudsak avser 2009 och 2010, motsvarar nära 6 procent av BNP. De finanspolitiska stimulansåtgärderna är mindre i EMU där de beräknas hamna på mellan 3 och 4 procent av BNP över tvåårsperioden 2009–10. Den svenska regeringen planerar åtgärder på 1,5 procent av BNP under 2009 och nästan 3 procent under perioden 2009–10. Den finanspolitiska stimulansen blir betydligt större om de s k automatiska stabilisatorerna räknas med. Dessa innebär att statens utgifter ökar och skatterna minskar automatiskt när aktiviteten i ekonomin sjunker. Dessa stabilisatorer är större i Europa än i USA.

Den svaga konjunkturen och den expansiva finanspolitiken innebär att budgetsaldot försämras i alla länder. Det amerikanska budgetunderskottet beräknas t ex gå upp från drygt 3 procent av BNP 2008 till hela 10 procent 2009 och i Frankrike, Italien och Tyskland lär underskottet växa till ca 6 procent 2010.

Centralbankerna har dessutom sänkt styrräntorna till rekordlåga nivåer. Federal Reserve sänkte till 0–0,25 procent i december 2008, Bank of England ligger på 0,50 procent sedan början på mars 2009 och många tror att ECB fortsätter ned till 1 procent under våren 2009. Och när de låga styrräntorna inte bedöms räcka till för att häva den svaga konjunkturen/recessionen har vissa centralbanker (bl a Bank of England, Bank of Japan och Federal Reserve) dessutom börjat köpa statsobligationer för att på så vis pressa ned de långa räntorna ytterligare. Fed planerar nu att köpa långa obligationer för 300 miljarder dollar det närmaste halvåret. Det kan inte heller uteslutas att Riksbanken börjar köpa obligationer.

Obama har kommit att hamna i Greenspans gamla roll som garant för utvecklingen. Risken är att den fortfarande inte är hållbar. Så talar nu t ex finansiella företag om höjda marginaler för att återställa vinster och kompensera sig för de ökade riskerna. I Sverige har Finansinspektionen fått i uppgift att bevaka om bankerna höjer sina marginaler. Någon diskussion om nivåerna i utgångsläget i finansiella och andra företag finns praktiskt taget inte.

5. Bra åtgärder?

Min tro är att de höga avkastningskraven i kombination med bonuskulturen är centrala faktorer bakom återkommande bubblor i finansmarknaderna. De är inte hållbara och driver upp riskerna i företagen. Globala obalanser med stora finansiella strömmar i kombination med en ökad folklig vilja att erhålla meravkastningen på aktier har ökat spänningarna och förstorat konsekvenserna av för högt ställda avkastningskrav.

Vilken typ av åtgärder bör man använda i en allvarlig finanskris med stora konsekvenser för den reala ekonomin? De lösningar som hittills dis-

kuterats hänför sig till rapportering och reglering i de företag och den sektor som symptomen dyker upp i.

Man har också konstaterat att de regleringar som nu ses som nödvändiga omfattar allt fler instrument och företag. Även företag som förut bedömdes som icke systemviktiga har i dag blivit det. Martin Andersson, nyutträd chef för Finansinspektionen, konstaterade detta i sitt jungfrutal. En förklaring tror jag är att de spänningar som byggts upp genom ohållbara mål och förväntningar är så stora att de orsakar den ökade känsligheten. Då kommer behovet av regleringar att växa mycket kraftigt om man inte kommer till rätta med förväntningsbildningen.

Jacques de Larosières s k högnivågrupp pekar på behovet av ”a wider reflection” om marknadsvärdering i resultat- och balansräkningar (de Larosière 2009b, s 9). De talar om ett antal praktiska frågeställningar som gör att man behöver korrigera marknadsvärden eller komplettera med andra uppgifter för att kunna bedöma deras rimlighet. Som jag ser det gäller kärnfrågan hur man korrigerar, räknar om, värden när förväntningarna inte är realistiska. Problemet är närmast olösligt. En galen marknad ger galna värden i bokföring och rapporter. Från detta perspektiv finns det anledning att tro att vanliga företags balansräkningar innehåller problem som väntar på att bli upptäckta, dvs att finanskrisen är större än den nu synes vara.

”Ta bort idiotin om marknadsvärdering ... Kör som förr med anskaffningsvärde om det inte är uppenbart fel” anser Lennart Loftman fd VD för 5:e AP-fonden i en kommande rapport (Rossander och Rudebeck 2009). Detta är som att svära i kyrkan. Men det är värt en ”wider reflection”. Idén om marknadsvärderingar baseras ju ytterst på att de är vettiga. Däremot kan man ifrågasätta om anskaffningsvärden löser problemen. I dåligt fungerande marknader blir ju också anskaffningsvärdena skakiga. Men är de sämre?

Ett annat förslag i de Larosièrerapporten är att skapa nya grupper på hög nivå och global basis som ska följa utvecklingen, begära in nya rapporter och dra slutsatser om vilka ekonomisk politiska åtgärder som bör vidtas. Min uppfattning är att vi inte främst behöver fler och finare grupper. Det som behövs är friare tänkande, mer fantasi i analysen och mer mod i politiken. Ett tag ville centralbanker blunda för bubblor i tillgångsmarknaden. Man argumenterade också för att de var svåra att se och att man inte borde ingripa förrän de brustit. Man talade om att det inte var penningpolitikens uppgift att spräcka bubblor. Då ska man inte vara förvånad över att diskussioner och rapporter inte fångade finansiella bubblor. Nu håller inställningen på att ändras. Slutsatsen blir att även om man inte fullständigt kan spräcka en bubbla så kan man motverka och minska den. Annars blir centralbanken medskyldig till bubblor. Men det fordrar mod att våga identifiera problemet och gå emot marknader och analytiker som klagat på bristande förutsägbarhet när målet för penningpolitiken blir mer komplext.

Risken är att politiken i sin iver att korrigera för effekter åter startar en motor som kommer att skära. De låga räntorna, nu på nollnivåer, och enorma likvidiseringar av marknaderna är en uppblåst upprepning av tidi-

gare penningpolitik. De våldsamma finanspolitiska åtgärderna är också en ökning i magnituden. Det gäller att ösa på för att släcka brasan. Man är rädd att göra samma misstag som man gjorde på 1930-talet genom att vara för passiv. Men jag tror att det finns en risk att företagen ånyo leds att tro att man ska tillbaka till det gamla beteendet. Att aktiepriserna sjunkit så kraftigt har stärkt viljan hos företagen att inte riskera att behöva vända sig till börserna för att skaffa kapital. Det är få företag som annonserat långsiktigt sänkta vinstmål. Företagen minskar sina investeringar för att övervintra till mer ”normala” perioder. Det hindrar konjunkturuppgången.

Sedan, när problemen är lösta, ska man återgå till det normala. För budgetpolitiken innebär det drakoniska besparingsåtgärder och för penningpolitiken mycket kraftiga räntehöjningar och likviditetsindragningar. Flera ropar dock i dag på större stimulans och lägre räntor.

De stora budgetunderskotten skapar osäkerhet om framtiden. Allt fler inser att mycket kraftiga åtgärder behöver vidtas i en nära framtid. Företag och konsumenter kan då komma att styras av rädsla och osäkerhet. En sådan miljö leder till minskade investeringar, sparande och konsumtion. Då behövs åtgärder som skapar förtroende som bas för tillväxten. Då finns inte mer finanspolitiskt krut. De alternativ som då återstår liknar mer perioden under 1930-talet.

När det gäller penningpolitiken finns risken för att likvidisering och låga räntor skapar en kraftig inflationschock. I det perspektiv som denna artikel tar upp så innebär det att man löser problemet med höga finansiella avkastningskrav med hjälp av hög inflation. De reala avkastningskraven kommer då att sjunka. Men det innebär naturligtvis andra problem i ekonomin. Jag är dock inte så oroad för inflation i det korta perspektivet. Utvecklingen i Japan med en mycket expansiv penningpolitik visar att de depressiva elementen dominerar i perioder med misstro och osäkerhet.

Erfarenheten från Sverige i på 1990-talet kan ses som ett exempel på slutet på en politik som genom försvagningar i valuta och expansiv finanspolitik försökte hålla liv i ohållbara beteenden. Räknat som andel av BNP nådde budgetunderskottet nivåer som svarar mot de som nu väntas i USA. Sverige slog OECD-rekord i budgetunderskott. Finansiella marknader reagerade och till sist ”revolterade” också gemene man. 1994 blev ett valår som handlade om medborgarnas krav på politiker att sanera de offentliga finanserna. När saneringen äntligen kom igång innebar det en förtroendeinjektion som lade grunden för en period med hög tillväxt och ökad sysselsättning. När man nu predikar den svenska modellen för hantering av finanskrisen så borde man också tala om våra erfarenheter när det gäller statsfinanserna.

6. Reglering/Självsanering/Insikt?

Det ligger inte i spararnas/aktieägarnas intresse att försöka upprätthålla orealistiska finansiella mål. Sett från detta perspektiv är frågan om de finansiella målen ett jättemisslyckande för ägarstyrningen. Målen leder till

bakslag och onödig kapitalförstöring. En väg mot att lösa problemen är att aktieägare, styrelser och företagsledningarna omprövar målen och sänker dem till avsevärt lägre nivåer. Men varje enskilt börsföretag som justerar ned sina mål riskerar att straffas genom att aktiepriserna faller. Särskilt aktieägare med kortsiktigt perspektiv kan vara motståndare till en sådan omprövning. Företagsledare som är aktieägare i pilotskolans anda kan också motsätta sig sådan omprövning. Deras ägarperspektiv har mer att göra med deras karriärstege och blir därmed kortsiktigt. Långsiktiga ägare som representeras av fondförvaltare med kortsiktiga incitamentsprogram har också svårt att få igenom sina intressen. Kortsiktiga bonusprogram dämpar också intresset för att ta upp och förutsättningslöst diskutera en omprövning av de finansiella målen.

Ett alternativ är att någon grupp av beslutsfattare högt upp tvingar fram ett annat beteende i företagen eller försöker minska effekterna av den strukturella felet i förväntningsbildningen. Om de höga beslutsfattarna har såväl god kunskap som analys och ser strukturella beteendeproblem är förutsättningarna bättre. Jag tror emellertid att problemet är att beslutsfattarna är offer för samma eller liknande tendenser och modeströmmar som finns längre ner.

Men lyckas man få till stånd en god öppen analys inom dessa grupper så tror jag att den kommer att sprida sig och skapa förutsättningar för omprövningar och korrigeringar i företag och organisationer. Min slutsats är att om man mer medvetet tar upp diskussionen om finansiella mål så får det i praktiken effekter på företagen. Martin Andersson i Finansinspektionen talade om "mer analys och mindre åtgärder". En diskussion och analys av de finansiella målen vore, som jag ser det, ett viktigt led i en sådan strategi för stabilitet. Eftersom långsiktiga realistiska mål är i aktieägarnas intresse, finns det också förutsättningar för att marknaderna reagerar positivt på det företag som presenterar en genomtänkt realistisk långsiktig målsättning.

7. Sammanfattning

Svängningar i ekonomisk aktivitet och felslagna förväntningar är nödvändiga inslag i ekonomier. Men ur policysynpunkt kan det vara viktigt att försöka komma till rätta med mekanismer som skapar onödig instabilitet och svängningar. Orimligt höga mål för vinster är, som jag ser det, en viktig orsak till de finanskriser som uppstått. Bonussystem har förvärrat problemen. De kan också ses som ett uttryck för den brist på konsistens och helhetssyn som lett fram till företagens finansiella mål. Jag tror att kunskap, analys och insikt är det som bäst löser dessa problem.

Lyckas vi med detta kommer företagens avkastningskrav att sänkas kraftigt och börser får inte bara rollen att dela ut likviditet till företagen. Företag som växer kommer i större utsträckning att vända sig till aktiemarknaderna för att låta sitt kapital växa. Aktiesparare som behöver likviditet kommer inte att i så hög grad se till utdelningarna. De kommer att sälja aktier i större

utsträckning och på så sätt dra nytta av de värden som skapas av normala investeringar i företag. Skillnaden mellan räntenivån och företagets finansiella mål kommer att minska. Penningpolitiken kommer att föras så att den i större utsträckning beaktar utvecklingen på finansiella marknader med mindre avvikelser från vad som bedöms vara en långsiktigt rimlig räntenivå. Man kommer att undvika att styrräntor knyts alltför mekaniskt till inflationsmål.

Jag tror också att det är nödvändigt att göra allt för att få banksystemet att fungera. Det är också klokt att stimulera ekonomin som situationen ser ut i dag. Men det finns en risk att behovet av stimulans blir ohanterligt och problemen förvärras om vi inte gör vad vi kan för att förbättra ekonomins funktionssätt och kommer tillrätta med mekanismerna bakom kriserna. Vi behöver komma till rätta med det fundamentala felet i ägarstyrningen som resulterat i för högt ställda avkastningskrav. Vi har upplevt en överkonsumtion och överskuldssättning som resultatet av en finansiell bubbla. Vi kommer inte att kunna lösa detta genom att finanspolitiken leder till att stater överskuldssätter sig.

Det är också angeläget med ändringar i finansiell tillsyn och rapporter samt möten i olika internationella grupper. Men de behöver reflektera mer över vad det är som gjort att värdet av mötena hittills varit så begränsat. Fragmentisering och en för snäv avgränsning av ansvar och diskussion tror jag är en förklaring. Hur får man mer nyfikenhet och öppenhet i dessa grupper? Jag har ingen patentlösning. Lösningen ligger förmodligen i en god och mer öppen diskussion i grupperna om dessa frågor.

Mindre företag vars mål baseras mer utifrån företagets verksamhet än på de modeller som blivit styrande för större företag tror jag utgör stabiliserande element i ekonomin. Men det är för långt att utveckla i denna artikel.

REFERENSER

Franzén, T (2005), "Bolagen måste sänka vinstmålen", *Privata Affärer*, nr 1, 2005, s 82.

de Larosière, J (2009a), "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU", rapport, EU, Bryssel.

de Larosière, J (2009b), "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU", sammanfattning av rapport, EU, Bryssel, http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225.pdf.

Rossander, O och K Rudebeck (2009), Rapport under arbete åt Global Utmaning, Stockholm.

Swedbank (2008), *Årsredovisning 2007*, Swedbank, Stockholm.

Östman, L (2009), *Towards a General Theory of Financial Control for Organisation*, under utgivning, EFI Handelshögskolan, Stockholm.