

Innebär Meidners förslag börskrasch och omedelbar socialisering?

Det Meidnerska förslaget till löntagarfonder har rönt stor uppmärksamhet dels beträffande dess eventuella effekter på aktiers börskurser, dels beträffande dess "socialiseringseffekter" eller förskjutning av företagsägandet till kollektivt ägande.

Det som dock är speciellt intressant är det faktum att dessa två effekter (börskursutveckling samt ägandeförskjutning) är interdependenta. Till yttermera visso kommer denna interdependens (multiplikatoreffekt skulle vi kunna kalla det) att leda till helt förödande konsekvenser för utvecklingen över tiden av dessa variabler.

Såsom det nämnda förslaget formulerats skall varje år genomföras en riktad nyemission av en viss mängd aktier i ett företag, riktad mot en fond kallad löntagarfond, i ett sådant antal att deras sammanlagda värde, värderat till börskurs, motsvarar $100 \cdot x$ procent (20 eller 30 har nämnts) av vinsten. Genom att konstruktionen innebär en reducering i de ursprungliga aktieägarnas vinstförogande och inflytande, måste genomförandet av ett dylikt förslag leda till en omedelbar sänkning av börskurserna. Genom modellens konstruktion måste då detta leda till att ett större antal aktier måste nyemitteras än om kurserna vore oförändrade. Denna hastigare nyemitte-

ringstakt måste då i sin tur verka ytterligare negativt på börskurserna, vilket i sin tur måste leda till ännu snabbare nyemissionstakt osv. Denna interdependens mellan kursutveckling och nyemissionstakt liknar den vanliga multiplikatoreffekten — minskad konsumtion ger upphov till minskade inkomster som i sin tur ger upphov till ytterligare minskad konsumtion osv. Frågan är vilket jämviktsförlopp hos kursutveckling samt nyemissionstakt som kan uppstå efter att ett system av Meidners typ beslutats.

För att analysera denna fråga måste vi först ha en hypotes om hur börskursen för en aktie bestäms. Det torde knappast råda någon tvekan om att den viktigaste bestämningsfaktorn är det diskonterade nuvärdet av de förväntade framtida utdelningarna. Låt oss anta att hela disponibla nettovinsten alltid delas ut. Vi får från detta en ekvation som säger hur aktiekursutvecklingen över tiden beror av med vilken takt aktier nyemitteras riktade mot löntagarfonden.

Från Meidners förslag att det varje period skall nyemitteras ett sådant antal aktier så att detta antal gånger börskursen skall vara lika med x gånger vinsten (där x är 0,2 eller 0,3 enligt förslaget), får vi sedan en ekvation som visar hur nyemissionstakten bestäms av aktiekursutvecklingen.

Frågan är nu vilken lösning detta ekvationssystem har för börskursutveckling och nyemissionstakt. Vi kan se (se nedan) att lösningen av systemet för konstant vinst över tiden är att börskursen omedelbart går ner till noll samtidigt som oändligt många aktier nyemitteras vid första tillfälle. Detta innebär alltså att införandet av löntagarfonder enligt Meidners modell skulle leda till omedel-

BO AXELL är forskare vid nationalekonomiska institutionen vid Stockholms universitet där han för närvarande är sysselsatt med en studie av prisbildningen på marknader med bristande information.

bar börskrasch och omedelbar överföring av ägandet av företagen till löntagar-kollektivet.

I denna specifikation av modellen föreligger dock en förenkling av betydelse för resultatet, nämligen antagandet att nyemitterade aktier omedelbart skulle få del i vinsten. Om vi i stället att nyemitterade aktier får del i vinsten först efter ett år, vilket fö torde överensstämma med Meidners modell, förändras resultatet. Tyvärr går det inte lika lätt att se lösningen i detta fall. Det är dock klart att det lägsta värdet börskursen kan gå ned till omedelbart är första årets förväntade utdelning per aktie, diskonterat till nuvärde.

Det som är avgörande för kursutvecklingen i detta fall är vilka förväntningar som aktieägarna har beträffande den utdelningspolitik som kommer att föras den dag som löntagarkollektivet får majoritet på bolagsstämman. Om aktieägarna skulle förvänta sig att löntagarkollektivet skulle förorda nollutdelning — något annat vore ju emot deras egna intressen — så skulle den enda konsistenta värderingen vara lika med första årets vinst per aktie efter skatt fram till utdelningsdagen och därefter noll. Detta förutsatt att ett 46 procentigt aktieinnehav hos löntagarföretagerna bedömes tillräckligt för majoritet på bolagsstämman.¹

Om, som exempel, ett företag bedömes få en vinst per aktie på 20 kr och fondavsättningen är 0,3 skulle köp av en sådan aktie för mer än 7 kr — förväntad utdelad vinst efter skatt och fondavsättning — naturligtvis vara en ren förlust om den kommande utdelningen bedömes som den sista i bolagets historia². Endast en hög börsvärdering skulle

¹ 46 procent är den andel som löntagarfonden skulle få om aktiernas börskurs vore lika med vinsten per aktie efter skatt och vinstskatten är 50 procent och x , dvs fondavsättningskvoten, vore 0,3. Om x i stället vore 0,2 skulle löntagarfondandelen efter ett år i motsvarande fall vara 33 procent, vilket sannolikt även det i de flesta företag skulle vara tillräckligt för majoritet på bolagsstämman.

² Jag förutsätter här att det ej är möjligt för de ursprungliga aktieägarna att "plundra" företaget medan de ännu har kontroll över det. En lagstiftning om att det ej är tillåtet att utdela mer än vinsten torde vara rimlig att vänta sig för att förhindra försök till "plundring".

kunna hålla tillbaka löntagarfondinflytandet, men en hög börsvärdering är inte möjlig — eller rättare sagt inte rationell eller förenlig med korrekta och konsistenta förväntningar — eftersom den skulle innebära för det första låg direktavkastning och för det andra desto större kapitalförlust den dag utdelningarna inställs och kurserna faller ned till noll (se tabell exempel nedan).

Den allmänna slutsats man kan dra är att den teknik Meidner tänkt sig utnyttja för uppbyggnad av löntagarfonder — riktade emissioner av aktier värderade till aktuellt börsvärde — mycket snabbt skulle leda till ett fullständigt sammanbrott av aktiemarknaden och börsvärdena och därmed till en forced fullständig företagssozialisering. Försök att förhindra en dylik utveckling genom olika åtgärder syftande till en stabilisering av börskurserna — t ex stöd köp av löntagarfonder och AP-fonder, upprepade men oväntade ad hoc-sänkningar av vinstskatten — torde dels vara svåra att effektuera dels ändå medföra en ofrånkomlig "degenerering" av börsfunktionerna genom att börsvärdena då inte längre återspeglar en rationell bedömning av framtida lönsamhet av börsföretagen. Andra utvägar ur detta dilemma som nämnts i debatten är att söka alternativa former för bestämning av löntagarfondernas uppbyggnad — exempelvis som andelar av årlig löneomsättning eller av något slags substansvärde — även om dessa alternativ i sin tur aktualiserar nya fast annorlunda problem.

En mer teknisk analys

Vi kan studera den pricipiella effekten i följande enkla modell.

Beteckningar

$p(t)$ = Börskurs vid tidpunkten t

$N(t)$ = Antalet aktier vid tidpunkten t

$v(t)$ = Företagets bruttovinst vid tidpunkten t

N_0 = Antalet aktier vid starttidpunkten

x = Meidnerska kvoten, dvs procentandelen av vinsten som skall tillföras löntagarfonden

r = Diskonteringsränta

q = Vinstskattesats.

Om vi antar att börskursen för en viss aktie bestäms som diskonterade nuvärdet av alla framtida nettovinsten per aktie får vi börskursen som funktion av tiden som:

$$p(t) = \int_t^{\infty} e^{-r(s-t)} \cdot \frac{v \cdot (1-q)(1-x)}{N(s)} ds \quad (1)$$

Men $N(t)$ kommer att vara en växande funktion genom de mot löntagarfonderna riktade nyemissionerna. Antalet aktier i en viss tidpunkt t kommer att vara summan av det ursprungliga antalet och antalet nyemitterade aktier fram till t . Antalet nyemitterade aktier i en viss tidpunkt bestäms av börskursen på sådant sätt att antalet nyemitterade aktier gånger börskursen blir lika med just x gånger vinsten.

Vi får då:

$$N(t) = N_0 + \int_0^t \frac{x \cdot v}{p(s)} ds \quad (2)$$

Vi ser här alltså hur kursutvecklingen beror av nyemissionstakten (ekv (1)) samtidigt som nyemissionstakten bestäms av kursutvecklingen (ekv (2)). Antag att klubbandet av Meidners förslag leder till kurs-sänkning (vilket det förvisso måste). Detta implicerar då att nyemissioner framöver måste göras i snabbare takt än eljest. Detta leder då till ytterligare kursfall som i sin tur leder till krav på ytterligare höjd nyemissionstakt.

Intressant är nu att se vilken lösning ekvationssystemet (1) och (2) har. Vi substituerar in (2) i (1) och får:

$$p(t) = \int_t^{\infty} e^{-r(s-t)} \cdot \frac{v \cdot (1-q)(1-x)}{N_0 + \int_0^s \frac{x \cdot v}{p(u)} du} ds \quad (3)$$

Ekvation (3) är förvisso inte lätt att lösa explicit. Vi ser dock omedelbart att om företagets vinst är konstant över tiden har (3) lösningen $p(t) \equiv 0$. Med andra ord; börskurserna kommer omedelbart gå ner till noll. Detta resultat är oberoende av storleken på den Meidnerska kvoten x .

Det finns emellertid en överförenkling i ovanstående modell som leder till ett realistiskt tidsförlopp, nämligen antagandet att de nyemitterade aktierna omedelbart får del i utdelningarna.

Om vi istället antar att endast minst ett år gamla aktier får del i utdelningen ett visst år förändras modellen.

Vi får;

$$p(t) = \int_t^{\infty} e^{-r(s-t)} \cdot \frac{v \cdot (1-q)(1-x)}{N_0 + \int_0^s \frac{x \cdot v}{p(u)} du} ds \quad (4)$$

där $\begin{cases} x = 0 & \text{för } t < 1 \\ x = \text{pos. konst} & \text{för } t > 1 \end{cases}$

Vi ser här att nuvärdet ej kan falla ner till noll omedelbart även om oändligt många aktier skulle nyemitteras första året, eftersom dessa nya aktier ej omedelbart skulle få del i vinsten. De gamla aktierna måste således åtminstone ha första årets utdelning diskonterad till nuvärde som minimikurs.

Vi kan med hjälp av (4) också se att denna kursutveckling, dvs ett omedelbart kursras ned till första årets utdelning diskonterad till nuvärde samt därefter noll, är den enda förväntningskonsistenta kursutvecklingen.

Ett numeriskt exempel hjälper oss att se detta. Antag att vinsten per ursprunglig aktie och år är 20 kr, fondavsättningsprocenten 30, vinstskatten 50 procent samt diskonteringsräntan 10 procent. Vinsten per aktie efter fondavsättning och skatt blir då 7 kr det första året. En kurs stigande från 6,30 kr till 7 kr under det första året samt därefter noll är konsistent.

Hur situationen blir vid högre börskurs kan vi se i nedanstående tabell (tabell 1) över utdelning per aktie och löntagarfondens aktieandel år från år under det ytterligare antagandet att börskursen håller sig konstant lika med 20 kr. (Vi antar att hela den disponibla vinsten efter fondavsättning delas ut).

Tabell 1

År	Börskurs	Utdelning per aktie	Löntagarfondens aktieandel
1	20	7,00	23,1 %
2	20	5,38	37,5 %
3	20	4,37	47,4 %
4	20	3,68	54,5 %

Vi ser att redan fjärde året blir löntagarfondens andel av aktierna större än 50 procent. Om vi antar att utdelningarna därefter blir noll och beräknar värdet av utdelningarna diskonterat till period noll får vi 16,61 kr vilket visar att kursen 20 kr inte är möjlig. Avvikelsen mellan kurs och diskonterad utdelning är ännu större år 1 och framåt. En sjunkande kurs skulle dock ytterligare öka takten i utdelningsminskningen och därmed ytterligare minska nuvärdet.

Om vi prövar med kursen 40 kr och i övrigt samma siffror får vi:

Tabell 2

År	Börskurs	Utdelning per aktie	Löntagar- fondens aktieandel
1	40	7,00	13,0 %
2	40	6,09	23,1 %
3	40	5,38	31,0 %
4	40	4,83	37,5 %
5	40	4,37	42,9 %
6	40	4,00	47,4 %
7	40	3,68	52,4 %

Nuvärdet av utdelningsserien i utgångsläget när börskursen hålles konstant lika med 40 kr är 25,94 kr. Detta visar alltså att differensen mellan det diskonterade nuvärdet av utdelningarna och börskursen stiger med höjd börskurs.

Stabila börskurser är som dessa exempel visar möjliga endast under förutsättning att de bygger på falska förväntningar ifråga om framtida utdelningar. Vi bortser här från det eventuella inflytandet av andra kursbestämmande faktorer.