

## Teori för börskrasch

En av de mest uppmärksammade frågorna i samband med Meidnerförslaget om löntagarfonder gäller de sannolika verkningarna på aktiekursutvecklingen — frågan om det blir en "börskrasch" innebärande en relativt omedelbar socialisering. (Se tex artiklarna av Bergström, Johansson och Axell i Ekonomisk Debatts temanummer om löntagarfonder 1976: 1.) Den fortsatta diskussionen har främst kommit att gälla existensen av lösningar till en speciell typ av lönefundsmodeller (se vidstående bidrag av Axell, Näslund och Ståhl). Även för den ekonomiskt initierade läsaren kan det emel-

lertid vara svårt att bedöma relevansen av de slutsatser som dras för ett ställningstagande till löntagarfondsförslagen — att veta hur mycket, eller snarare hur litet, vi därmed vet om de sannolika effekterna på verklighetens svenska aktiemarknad av meidnerska löntagarfonder.

I den fackekonomiska diskussionen om löntagarfonder förekommer två ganska olikartade modellansatser. Den första typen av modeller, som exemplifieras av den aktuella svenska diskussionen, utgår från att statens, löntagarnas och inte minst företagsledningens beteende och därmed företagspolitiken är bestämd och

given på förhand. Ansträngningarna inriktas helt på att räkna fram konsekvenserna av löntagarfondernas införande för den rationellt kalkylerande privata aktieägaren. (Ståhls antagande i hans bredvidstående inlägg om att löntagarna efter maktövertagandet stoppar utdelningarna utgör här ett undantag.)

I det allmänna fallet utgår man då från ett företag, vars kapital och bruttovinster via självfinansierade investeringar tillväxer exponentiellt i en given takt,  $g$ . Med en given vinstskatteprocent är därmed också företagets framtida utdelningar bestämda. Givet aktieägarnas diskonteringsränta kan vi räkna fram aktievärdet som nuvärdet av dessa framtida utdelningar.

Införandet av "Meidnerfonder" förändrar nu aktieägarnas situation på flera olika sätt. För det första uppkommer *vinstdispositionseffekter*. Det faktum att viss andel av vinsten "öronmärks" för fondemission medför inte nödvändigtvis i och för sig några reella omdispositioner. Nya beslut måste emellertid fattas angående användningen av de, tack vare fondavsättningarnas skattefrihet, uppkomna skattebesparingarna. Här föreligger åtminstone tre olika principiella möjligheter. Om vi antar att hela fondavsättningen, inklusive den skattefinansierade delen, tas från tidigare utdelade vinstmedel, men inte används i tillväxtbefrämjande syfte, får fonden ur aktieägarnas synpunkt en *renodlad beskattningseffekt* (såsom t ex i Axells modell). Ur aktieägarnas synpunkt försvinner fondavsättningarna precis som om Sträng hade tagit hand om dem. Ett motsatt fall får vi om vi istället antar att utdelningsprocenten förblir oförändrad medan fondavsättningen utnyttjas för att öka andelen investerade vinstmedel. Denna *renodlade investeringseffekt* kan sedan väntas i sin tur leda till ökad tillväxt och accelererad vinstutveckling. En medelväg representeras av antagandet (se t ex Ståhls inlägg) att fondavsättningen både inkräktar på utdelningsprocenten och samtidigt används för ökad investeringsverksamhet, dvs den får en *kombinerad beskattnings- och investeringseffekt*. Endast om man helt bortser från vinstbeskattningen kan man tänka sig att inga omdispositioner överhuvudtaget aktualiseras (som t ex i Näslunds exempel). För det andra träffas de gamla aktieägarna av en *utspädningsseffekt* genom att fondöverföringarna sker i form av riktade aktiemissioner så att fonden successivt övertar en allt större del av

företagskapitalet och därmed av de framtida vinsterna.

Verkningarna av de olika effekterna för aktiepriserna, vars utveckling tidigare kunde tecknas som  $p_0 e^{gt}$  kan väntas visa sig dels genom en engångssänkning av aktiernas initialvärde  $p_0$ , dels genom en förändring av takt — och kanhända riktning — i den fortsatta exponentiella kursutvecklingen.

För enkelhetens skull kan man till en början behandla de olika effekterna var för sig.

*Beskattningseffekten* kan isoleras genom att man t ex bortser från alla andra möjliga effekter än utdelningsminskning i Meidners förslag, som därmed blir likställt med införandet av en särskild ny vinstbeskattning uppgående till  $m$  procent av årsvinsten. Under dessa antaganden kommer då beskattningseffekten att innebära ett omedelbart kursfall med  $m$  procent, men kommer i övrigt inte att påverka den fortsatta kursutvecklingen.

*Investeringsseffekten* kan isoleras om vi tänker oss att det enda som sker är att den genom fondkonstruktionen uppkomna skattebesparingen används för ökade investeringar, som medför en stegring av tillväxttakten med  $\Delta g$ . Aktieprisernas exponentiella ökningstakt kommer då att stiga med  $\Delta g$ . Samtidigt får vi en omedelbar kursuppgång med

*Utspädningsseffekten* kan isoleras endast om man dels antingen bortser från vinstbeskattningen (se exempelvis Näslunds ovanstående inlägg) eller tänker sig att fondavsättningarna icke är skattefria dels förutsätter att de ryms inom tidigare disponerat investeringsutrymme. Under sådana omständigheter kan fondavsättningarna uppfattas som ett slags "gratismission", som inte i något avseende påverkar företagets förutsättningar eller vinstdispositioner. Utspädningsseffekten blir särskilt enkel att beräkna om man antar att fondandelarna beräknas genom en substansvärdering, dvs emissionsandelarna till fonden bestäms av fondavsättningens storlek i förhållande till totalt kapitalvärde istället för att som i Meidners förslag beräknas utifrån aktuella aktiepriser på marknaden. I detta fall kommer uppenbarligen fondens aktieinnehav att växa med  $\alpha = m\sigma$ , där  $\sigma$  betecknar procentuell kapitalavkastning. Den exponentiella kursutvecklingen avtar då med  $\alpha$  samtidigt som man får ett omedelbart procentuellt kursfall av

$\frac{\alpha}{r+\alpha-g}$  där  $r$  står för diskonterings-  
räntan.

Om man istället utgår från en marknadsvärdering blir den renodlade utspädningseffekten mera svårberäknad och några entydiga svar kan icke ges. Storleken av det omedelbara kursfallet, liksom riktning och takt av den fortsatta kursutvecklingen, kommer emellertid återigen att bero på relationerna mellan  $\alpha$ ,  $r$  och  $g$ .

Situationen blir mera komplicerad om man ska ta hänsyn till den samtidiga verkan av både *vinstdispositionseffekter* och *utspädningseffekter*. Om man förutsätter en substansvärdering reduceras problemet väsentligt eftersom de olika effekterna då kan beräknas och adderas sekvensiellt. Vid en marknadsvärdering (behandlad i olika versioner i Axells och Ståhls bredvidstående inlägg) finns det i vissa fall ingen entydig lösning men däremot i allmänhet en lösning, som ger minimalt omedelbart kursfall. För det fall där ingen tillväxt är aktuell men däremot en renodlad beskattningseffekt (se Axell) kan detta maximalvärde med en 50-procentig vinstskatt tecknas som 1—3m. Med hänsyn till dominansen av stora investerare på aktiemarknaden finns det kanske viss anledning tro att den maximala lösningen också är den — med modellens förutsättningar — mest sannolika. Spekulanterna befinner sig ju i den förmånliga situationen att veta att om de lyckas hålla initialkursen vid maximalvärdet kommer detta värde också att visa sig vara "riktigt" i termer av förväntningsvärde. Förutom det omedelbara kursfallet kommer också den fortsatta kursutvecklingen att (i fallet utan tillväxt) visa en exponentiell nedgång mot noll.

Sammanfattningsvis kan resultaten av denna modellansats sägas peka på sannolikheten av mycket betydande omedelbara kursfall. Om man sedan vill beteckna dessa som "börskrascher" eller ej är väl en smakfråga.

Det finns emellertid en annan analysansats, bl a exemplifierad i engelsk diskussion, som kan sägas ta vid där den första typen av modeller slutar, nämligen i fråga om de eventuella beteendeförändringar som införandet av lönefonder kan utlösa hos tex löntagare och företagsledning. För företagsledningen kan det exempelvis vara aktuellt att öka nyemissionsverksamheten för att "späda" ut växande fondinflytande och att ta hänsyn till risken för företagslikvidering

och försäljning av realkapital om aktiekurserna faller så lågt att en viss "värdekvot" mellan marknadsvärde och bokföringsvärde underskrids. Dess investerings- och utdelningspolitik kan behöva omprövas utifrån en målsättning gällande tex maximalt nuvärde av utdelningsnetto efter skatt eller maximal försäljningstillväxt. Även prispolitiken för det oligopolistiska företaget kommer att beröras av förändringen. Dessa samband är alltför komplexa för att några enkla generella slutsatser skall kunna dras. Möjligen kan man från hittills gjorda analysförsök redovisa den erfarenheten att resultaten tycks vara mycket känsliga för storleken av fondavsättningar och att vid tillräckligt små procenttal det kan vara optimalt för företaget att både öka tillväxttakten och sänka priserna. Därmed kan också de slutsatser från den första typen av analysansats som ovan refererats behöva väsentligt modifieras.

En gemensam brist i bägge slagen av analys är att de är partiella och inte tar hänsyn till återverkningarna via den övriga ekonomin. Exempelvis torde inkomst- och förmögenhetsbortfall genom kursförluster inte kunna undgå att inverka såväl på produkt efterfrågan som på aktieägarnas diskonteringsräntor. En nedgång i skatteintäkterna från bolagssektorn måste eventuellt kompenseras genom skattehöjningar i andra delar av ekonomin etc.

Om man till detta lägger hänsyn till osäkerhet, till bristande rationalitet, till tröghetsmoment och varierande spekulationsmotiv och institutionella restriktioner på verklighetens aktiemarknader blir svårigheten att från analysmodellerna underbygga faktiska prognoser ännu mer uppenbar.

Vad man kan våga konstatera är att Meidnerförslagen aktualiserar mekanismer som kan medföra betydande kursfall. I vilken utsträckning dessa, under den långa betänke- och övergångstid som förutsätts, skulle kunna neutraliseras genom åtgärder inom företagen och inom den offentliga sektorn, har vi ännu ingen säker grund för att bedöma. Det mest uppseendeväckande är egentligen inte vad vi redan vet och kan påstå om löntagarfonder och börskrascher, utan i stället det förhållande att västeuropeiska ekonomer, efter så många års allmänpolitiska diskussioner och skrivande om löntagarfonder, hittills ägnat så litet intresse åt mera ambitiösa analyser av förslagens sannolika verkningar.

Docent B-C Ysander,  
Stockholms universitet