

Företagens soliditet och försörjning med riskkapital

Den låga soliditeten i företagen hämmar investeringsviljan, ökar risken för nedläggningar och medför kraftiga variationer i vinsterna, vilket försvårar stabiliseringen av löner och priser, skriver Lars Wohlin. Han föreslår att soliditeten höjs genom att hushållen får låna för att köpa nyemitterade aktier och diskuterar förutsättningarna för en sådan nyemission, bl a lägre skatt på företagsvinster och aktieutdelningar.

Debatten om företagens soliditet och företagens tillförsel av riskvilligt kapital har haft ett par centrala utgångspunkter:

För det första har man kopplat ihop sparandet och kapitalbildningen i stort med frågan om tillförseln av riskvilligt kapital. Min första tes är att frågan om hushållens sparkvot och tillförseln av riskvilligt kapital är två helt separerbara problem.

För det andra utgår man ifrån att vägen att höja soliditeten måste ske genom en förändring av flödesvariablerna. På en del håll forespråkas mycket stora vinstökningar och en kraftig sänkning av löneandelen för att långsiktigt höja soliditeten. På andra håll hävdas att detta inte är acceptabelt. Därför föreslås att man måste avsätta en del av lönen till fonder, i kombination med obligatoriska nyemissioner till dessa fonder, för att klara en höjning av soliditeten. Ett problem med bägge dessa lösningar är dock att det tar mycket lång tid att uppnå någon väsentlig förändring av soliditeten. Om

det är riktigt att låg soliditet hämmar investeringarna och skadar tillväxten, är det bråttom att vidta åtgärder som snabare förändrar situationen.

I denna artikel diskuteras dessa problem. Huvudtanken är att en snabb ökning av soliditeten endast kan ske genom en sk stockanpassning. Det betyder att skulder ersätts med eget kapital. Samtidigt finansieras ett ökat innehav av riskvilligt kapital i hushållssektorn med lån. Effekterna på kreditmarknaden av en sådan ändring i företagens finansieringsstruktur och hushållens balansräkning berörs.

En grundförutsättning för att investeringarna i svensk industri skall öka är givetvis en tillräckligt hög lönsamhet, där totalräntabiliteten överstiger låneräntan och avkastningen på riskvilligt kapital är högre än på alternativa placementsformer hos hushållen. Därför diskuteras jag avslutningsvis de principiella förändringar i skattesystemet som krävs för att förändra företagens soliditet. Självfallet utgör frågan om tillgången och efterfrågan på riskvilligt kapital en viktig del av löntagarfundsdebatten. Andra centrala delar av denna debatt som gäller maktfördelningsfrågorna, möjligheterna att påverka hushållens sparkvot, inverkan på lönebildningen etc behandlar jag däremot inte.

Ekonom dr LARS WOHLIN är chef för Riksbanken. Han har tidigare bl a varit chef för Industriens Utredningsinstitut.

Svag soliditet — ett allvarligt problem

Soliditeten har fallit från ca 40 procent 1968 till 26 procent 1978 på grund av den mycket svaga räntabiliteten i svensk industri under 1970-talet (enligt Uutma [1979]). Soliditet definieras som förhållandet mellan eget och totalt kapital. Även om man räknar upp de materiella anläggningstillgångarna till återanskaffningsvärden har soliditeten fallit under 1970-talet.

Låg soliditet betyder att den finansiella risken för företaget ökar väsentligt. Motståndskraften vid en allmän internationell eller inhemsk kris blir mindre och företaget kan riskera att gå i konkurs. Även om det inte går så långt tvingar en finansiell kris företagsledningen att vidta drastiska åtgärder, tex att snabbt avveckla verksamhetsgrenar med goda långsiktiga förutsättningar. För att undvika döden måste man kanske amputera ett ben. En svag soliditet inrymmer en rad kostnader som inte är lätta att kvantifiera.

En svag soliditet återverkar på investeringsviljan i företagen. En grundläggande utgångspunkt för mina fortsatta resonemang är att soliditeten utgör en självständig förklaringsfaktor till investeringarna vid sidan om räntabilitet, efterfrågeförväntningar, kapacitetsutnyttjande m.m.

Det finns också starka samhällsekonomiska skäl för att öka soliditeten. En högre soliditet minskar risken för företagskriser i lågkonjunkturer. Därigenom kan risken minskas för omfattande statliga engagemang som är svåra att ta sig ur. Sådana kostar statsbudgeten och samhället mycket stora summor och bromsar strukturomvandlingen.

En låg soliditet betyder också att nettovinsterna varierar mycket starkt. De starka fluktuationerna i nettovinsterna försvårar stabiliseringen av löner och

priser. I högkonjunkturer driver det fram tal om övervinster, medan i lågkonjunkturer företagen tvingas till omfattande neddragningar av investeringsverksamheten.

Man kan argumentera för att företagen valt att ha en låg soliditet. Delvis ser jag den låga soliditeten som en följd av att företagen kunnat låna på gynnsamma villkor och att den förväntade avkastningen på tidigare investeringar blivit lägre än förväntat. Den ökade inflationen i kombination med ett nominellt skattesystem har också kraftigt ökat avkastningskraven på nytt riskvilligt kapital. Företagen har därför valt att utnyttja hävstångseffekten (se nedan) för att forsvara räntabiliteten på eget kapital.

Det som avhåller företag från att utnyttja hävstångseffekten för långt är att den finansiella risken ökar, vilket kan öka upplåningskostnaderna. En nedgång i soliditeten från tex 30 procent till 20 procent ökar skuldkvoten mer än en nedgång från 40 procent till 30 procent. Därför accelererar den finansiella risken. En fortsatt nedgång får därför en allt kraftigare effekt på investeringarna. Jag tror att det är en del av förklaringen till att det dröjde så pass länge, innan nedgången i soliditeten gav ett kraftigt utslag på investeringsverksamheten. Det innebar också att det tar lång tid att vända investeringsutvecklingen.

Därtill kommer att de allmänna riskerna ökat som följd av den internationella utvecklingen och den svenska ekonomiska krisen. Detta förstärker kravet på ökad soliditet, om investeringsverksamheten skall kunna upprätthållas.

Soliditeten är givetvis ett ofullständigt mått på företagets finansiella risk. Stora delar av skulderna, de latent skatteskulderna, är inte räntebärande. För att ta hänsyn till detta kan man i stället titta på den sk räntetäckningsgraden, dvs rörelseöverskott plus finansiella intäkter genom räntekostnaderna. Även räntetäck-

ningsgraden i svensk industri har sjunkit. Enligt min mening är företagen underkapitaliserade oavsett vilka mått på soliditet man använder.

Det finns sammanfattningsvis starka skäl att öka soliditeten i näringslivet. Förutom en ökad lönsamhet behövs det därför institutionella förändringar, framför allt i skattesystemet, som ökar utbudet av riskvilligt kapital och gör att företagen väljer en högre nivå på sin soliditet.

Det går inte att ange vilken soliditet som vore optimal för företagen. Den varierar från företag till företag beroende på räntabilitet, kapitalstruktur etc. Låt oss dock för att konkretisera det fortsatta resonemanget anta att soliditeten borde uppgå till 35 procent enligt de definitioner som jag här använder.

Företagen är i allmänhet intresserade av att ha en inte alltför låg skuldkvot, dvs skulder i förhållande till eget kapital. En hög skuldkvot ger dem möjlighet att utnyttja den sk hävstångseffekten. När totalräntabiliteten är större än låneräntan kommer avkastningen på eget kapital att överstiga totalräntabiliteten.

Det tar lång tid att förändra soliditeten

Soliditet är en sk stock-relation och påverkas endast långsamt av förändringar i den återplöjda vinsten. Det är mycket viktigt att göra klart för sig hur lång tid det faktiskt tar för att väsentligt ändra soliditeten i företagssektorn.

För att soliditeten skall öka måste det egna kapitalet växa snabbare än det totala kapitalet. Antag att vi onskar återföra soliditeten till åtminstone 35 procent 1980. Antag vidare att det totala kapitalet måste växa med 5 procent i fasta priser för att hjälpligt klara den nödvändiga industriella expansionen under 1980-talet. Ett sådant krav på ökning i industrins kapitalstock kan härledas från traditionella produktionsfunktioner, un-

der förutsättningar om en viss produktionstillväxt, teknisk utveckling, arbetskraftsinsats etc. Det egna kapitalet måste då växa väsentligt snabbare än totala kapitalet, eller med 8,2 procent under hela 1980-talet, för att uppnå detta soliditetsmål.

Givet detta tillväxtkrav på det egna kapitalet kan man härleda kravet på räntabiliteten på eget kapital utifrån en av finansieringsteoriens huvudekvationer:

$$V_E = (1-u) R_E + N$$

där V_E = procentuella tillväxten i eget kapital

u = utdelningsprocenten och $(1-u)$ följaktligen är återplöjningsprocenten

R_E = räntabiliteten på eget kapital efter skatt

N = nyemissionstakten (nyemission i procent av eget kapital)

Antag att halva justerade nettovinsten utdelas, att nyemissionerna är noll samt att bolagsskatten, schablonmässigt, är 50 procent. Räntabiliteten på eget kapital måste då vara dubbla tillväxten i eget kapital eller drygt 16 procent. Detta är den reala avkastning på eget kapital efter skatt som krävs. Till denna måste man, för att få fram det nominella räntabilitetskravet, lägga inflationstakten, som jag helt godtyckligt antar blir 9 procent per år under 1980-talet. Det nominella räntabilitetskravet efter skatt kommer då att uppgå till 25 procent. Före skatt måste då ställas ett räntabilitetskrav på 50 procent. Detta är naturligtvis ett helt orimligt avkastningskrav.

I den mån man kan öka nyemissionerna, vilket man borde kunna göra vid en hög räntabilitet, kan räntabilitetskravet sänkas. Om nyemissionstakten kunde föras upp till 3 procent av de börsnoterade företagens egna kapital, vilket motsvarar ca 1500 miljoner kronor per år, skulle räntabilitetsanspråket sjunka till

Tabell 1. Balansräkning för borsnoterade företag utom banker 1978.

a)

	Miljarder kr	Procent- andelar		Miljarder kr	Procent- andelar
Finansiella tillgångar	82	39	Skulder	155	74
Materiella tillgångar	<u>128</u>	61	Eget kapital	<u>55</u>	26
Summa	<u>210</u>		Summa	<u>210</u>	

b)

Finansiella tillgångar	82	39	Skulder	137	65
Materiella tillgångar	<u>128</u>	61	Eget kapital	<u>73</u>	35
Summa	<u>210</u>		Summa	<u>210</u>	

drygt 10 procents real räntabilitet efter skatt. Detta är dock en väsentligt högre räntabilitet än vad företagen hade 1974, enligt Utmas analys av börsbolagen.

För att man skall nå en räntabilitet som är av här angiven storlek krävs således en väsentligt lägre löneandel under en tioårsperiod. Kapitalmarknadsutredningen visade genom olika räkneexempel vilka drastiska förändringar som krävdes redan för att höja soliditeten märkbart under en femårsperiod. Även om man väljer, som diskuterats i löntagarfondssammanhang, att obligatoriskt avsätta en del av lönen i syfte att tillskjuta eget kapital, kan man visa att det tar mycket lång tid att uppnå en väsentlig förändring av soliditeten. Slutsatsen är att det tar mycket lång tid och kräver mycket stora förändringar i löneandel, räntabilitet och vinster, dvs i flödesstorheterna, för att påverka soliditeten. Därför bör man söka efter lösningar som snabbare åstadkommer en *stockanpassning*.

Konsoliderad balansräkning för svenska börsföretag

I tabell 1 a visar jag i starkt sammandrag balansräkningen för de börsnoterade företagen 1978, enligt Utma. Halva obeskattade reserver har förts till eget kapi-

tal. Soliditeten är 26 procent. För att soliditeten skulle vara 35 procent så borde skulderna vara 18 miljarder kronor mindre och det egna kapitalet 18 miljarder kronor större än vad som faktiskt var fallet 1978.

Eget kapital utbjödes till företagen i en annan kontraktsform än det kapital som långivarna ställer till förfogande. Ägarna erhåller residualinkomsten, medan långivarna erhåller en fast, i förväg avtalad ränteersättning. Vad som skulle krävas för att öka soliditeten snabbt vore att ändra kontraktsformen för 18 miljarder kronor av skulderna till eget kapital (se tabell 1 b).

Om man kunde genomföra en sådan operation skulle det inte ha någon effekt på samhällets totala sparande. 18 miljarder kronor i skulder återbetalas och 18 miljarder kronor tillförs i form av nytt riskvilligt kapital. Den här kalkylen illustrerar att frågan om tillgången på riskvilligt kapital inte är en fråga som har med det totala sparandet att göra. Det är i stället en fråga om att finna en annan kontraktsform för det existerande kapitalet.

Jätteemission

Det är naturligtvis mycket svårare att gå från teori till praktik, men låt mig helt

kort diskutera konsekvenserna av det synsätt jag här anlagt. Den grundläggande frågan är att flytta ut en del av den risk som företagsledningen och de anställda i företagen upplever till hushållssektorn. Detta skulle kunna tillgå så att bankerna – eller varför inte riksbanken – ställde ett lån till hushållssektorns förfogande på 18 miljarder kronor, som endast fick utnyttjas för att köpa nyemitterade aktier. Kapitaltillskottet till företagen används till att återbetala skulderna. Kapitalmarknadssektorn har ersatt 18 miljarder kronor i fordringar på företagen med motsvarande fordran på hushållen.

Om riksbanken ställde krediten till förfogande måste likvidetsökningen i ekonomin pareras genom neddragning av bankernas kreditgivning. Om banksektorn ställer krediten till hushållens förfogande skulle det betyda en forskjutning av kreditgivningen från företagssektorn till hushållssektorn, inom ramen för en ungefär oförändrad kreditexpansion.

Självfallet är det ett svårt problem att fastställa de rimliga nyemissionskurserna. Nyemissionen kunde tänkas ske till börskurs. Börsvärdet på de företag som ingår i balansräkningen i *tabell 1* kan antas i mycket grova tal uppgå till 27 miljarder kronor. Detta är cirka hälften av substansvärdet på ca 54 miljarder kronor. En nyemission på 18 miljarder kronor till börskurs skulle innebära en utspädning av substansvärdet. Man kan naturligtvis diskutera om företagen vore villiga att göra nyemissioner om det innebär en utspädning av substansvärdet per aktie, även om det vore möjligt att göra emissioner till rådande marknadsvärde på aktierna. Jag skall dock inte här gå djupare in på frågan om företagen skall se till utspädning av substansvärdena eller utspädning av vinstpotentialen.

Någon utspädning av vinsten per aktie behöver det dock inte bli. Om företagens

skulder minskar med 18 miljarder kronor minskas räntekostnaderna med ca 2 miljarder kronor. Detta belopp kan användas för utdelning på de nyemitterade aktierna, förutsatt att denna utdelning är avdragsgill från den beskattningsbara vinsten. Denna siffra kan jämföras med att företagets justerade nettovinst efter skatt 1978 beräknas ha uppgått till 1,4 miljarder kronor. Utdelningarna i börsföretagen uppgick 1978 till ungefär samma belopp.

Lån till aktieköp

Jag skall inte här vidareutveckla detta tankeexperiment. Det är dock viktigt att notera att hushållssektorn aktivt skulle kunna bidra till försörjningen med riskvilligt kapital, om den fick lika goda kreditmöjligheter som när det gäller att skaffa sig andra tillgångar. Man skulle exempelvis kunna ställa ett 10- eller 15-årigt annuitetslån till förfogande för dem som nytecknade aktier. De nytecknade aktierna skulle läggas som säkerhet för lånet. Utdelningarna på aktierna borde täcka räntekostnaderna över hela tidsperioden. En förutsättning för en sådan operation är dock att avkastningen av riskvilligt kapital, inklusive värdetillväxten över längre tid, överstiger obligationsräntan. Tänker man sig ett system där avkastningen på riskvilligt kapital permanent ligger under låneräntan krävs ständig tillförsel av subventionerat kapital. Därmed undergrävs på sikt marknadsekonomin.

Aktieägarna måste således få en rimlig ersättning för sitt risktagande. En viss förlustrisk föreligger dock, men den kan reduceras genom att nyteckningar sker i fonder med rimligt sammansatta portföljer.

Som jämförelse kan nämnas att riksbanken söker stimulera efterfrågan på premieobligationer genom att erbjuda femåriga lån till låg ränta upp till 80 procent av nyteckningar av premieobliga-

tioner. På motsvarande sätt kunde man tänka sig att tex riksbanken eller bankerna kunde ge utdelningsbundna låt mot säkerhet i nyemitterade aktier.

Vill man uppnå en jämnare fördelning av aktieägandet kunde man ställa ett begränsat lånebelopp till alla löntagares förfogande på tex 20 000 kronor. Löntagarna skulle inte kunna disponera aktierna förrän lånet är återbetalat. Lånet innebär således ingen stimulans av konsumtionen.

Omfattande nyemissioner pressar ner kursen på aktierna, vilket skulle öka företagets kostnad för riskvilligt kapital. En generell, förmånlig kreditgivning skulle väsentligt kunna reducera prisnedgången på aktiekurserna i samband med nyemissioner. Självfallet kvarstår en rad frågor om de gamla aktieägarnas företrädesrätt och om krediterbudandet skall begränsas till belopp och person.

I dag finns på många håll en negativ attityd till belåning av aktier. Det framstår som spekulation. Det är riktigt att belåning av aktier är förenat med viss risk. Aktierna kan falla i värde, vilket kan leda till att aktieplaceringarna står kvar med en nettoskuld. Utdelningsinkomsterna varierar dock väsentligt mindre än aktiekurserna. Det bör därför vara möjligt att väsentligt reducera risken genom en rimlig längd på krediten och att undvika likviditetsproblem genom en stigande amorteringsprofil.

Två problem

Jag har här endast i mycket grova drag skisserat ett förslag. I den aggregerade analysen har jag således helt bortsett från att företagen har helt olika soliditet och att en del företag saknar förutsättningar för att nyemittera. Därför blir det naturligtvis inte alls fråga om en nyemissionsvolym av den storleksordning som här diskuterats.

I verkligheten kommer man naturligtvis inte att kunna särskilja de löpande

nyemissioner som en jämviktstillväxt av näringslivet kraver med konstant soliditet, och de nyemissioner som krävs för att återföra soliditeten till en högre nivå. Uppdelningen i en stock-anpassning och en flödesanalys har endast syftat till att illustrera några centrala frågor som rör företagets soliditet och utbudet av riskvilligt kapital.

Analysen reser två centrala frågor. I vilken utsträckning är hushållen beredda att ta på sig en ökad finansiell risk? Detta beror i hög grad på om det från lönsamhetssynpunkt är ett konkurrenskraftigt alternativ till andra placeringar. Den andra frågan är om företagen är intresserade av att nyemittera aktier i större omfattning. Företagens nyemissionsvilja är i hög grad beroende av kostnaden för att anskaffa riskvilligt kapital jämfört med lånekapital samt av företagets räntabilitet. I det följande skall jag i korthet diskutera dessa frågor och därvid också beröra de förändringar i skattesystemet som jag tror är nödvändiga för att öka soliditeten i företagen.

Hushållens tillgångsval

För att bedöma hushållens intresse för att öka sina placeringar i aktier krävs en ingående analys av hushållens tillgångar och skulder, sparande, kreditefterfrågan och val av placeringar.

Man kan dela in hushållens tillgångar i materiella och finansiella tillgångar. Mycket grovt sett hade hushållen drygt 200 miljarder kronor i finansiella tillgångar 1978 och ca 700 miljarder kronor i materiella tillgångar. Hushållen hade samtidigt ca 200 miljarder kronor i skulder.¹ Det betyder att hushållens eget kapital uppgår till ca 700 miljarder kronor och att deras soliditet är ca 78 procent. (I tillgångarna ingår inte pensionsfordringar.)

¹ Siffrorna är i huvudsak hämtade från Bentzel m fl [1979].

Ett studium av hushållssektorns balansräkning klargör mycket tydligt att frågan om utbudet av riskvilligt kapital är en fråga om på vilket sätt hushållen väljer att placera sina tillgångar. Exempelvis kan små förskjutningar i placeringen av hushållens finansiella tillgångar från riskfria till riskfyllda placeringar ge betydande tillskott av riskvilligt kapital.

Huvuddelen av skulderna gäller givetvis lån för villor, bostadsrätter och fritidshus. Därtill kommer lån i banker för konsumtion, skattekrediter och lån mellan privatpersoner eller lån från företag.

Hushållssektorn har inte ökat sina tillgångar enbart genom sparande utan även i hög grad genom upplåning. Denna upplåning har under 70-talet främst placerats i reala tillgångar. Tillgången på riskvilligt kapital beror således i hög grad på attraktiviteten i olika placeringsformer och på hushållens lånemöjligheter.

Med hänsyn till hushållens mycket stora tillgångar och alltså låga skuldsättning torde en ökad skuldsättning för aktieplaceringar inte utgöra något problem. Ökar skulderna i balansräkningen med 18 miljarder kronor, samtidigt som de finansiella tillgångarna ökas lika mycket, stiger hushållens finansiella risk. Denna ökning är dock mycket begränsad. Beloppet motsvarar endast 2 procent av hushållens totala tillgångar.

En ökad skuldsättning hos hushållen och en ökad andel riskfyllda placeringar skulle öka hushållssektorns risktagande. Ett ökat risktagande hos hushållssektorn motsvaras dock av en minskad finansiell risk i företagssektorn. Det totala risktagandet blir oförändrat. Samhällsekonomiskt tror jag dock att det är en fördel att öka hävstångseffekten i hushållssektorn och att minska den i företagssektorn.

Lägre skatt på aktieutdelning

En nödvändig förutsättning för att uppnå en sådan placeringsvilja i aktier är dock

att beskattningen av aktieavkastningen görs mer förmånlig i förhållande till andra placeringar. Förslag i den riktningen har också nyligen lagts fram av en offentlig utredning.

Frågan om lättnader i beskattningen av aktieutdelningar har motiverats med att man vill lätta på dubbelbeskattningen av riskvilligt kapital. Som jag ser saken är det dock viktigt att göra klart att det finns två separata motiv för en lättnad i beskattningen av riskvilligt kapital. Det första motivet är att undvika dubbelbeskattning, det andra är en övergång till real beskattning.

Att aktieplaceringar blivit en så oattraktiv placeringsform beror i hög grad på att avkastningen, liksom räntan på banksparande och obligationer, är nominellt beskattade. I en ekonomi med höga marginalsatser och hög inflation som den svenska kommer nästan hela den kompensation för inflation som ränta och utdelningar i huvudsak utgör att gå i skatt. Detta torde vara ett allvarigare problem än dubbelbeskattningsfrågan.

Huvudskälet för lättnader i beskattningen av aktieutdelningar bör således vara att det är ett steg mot real beskattning. Därför bör utformningen av lättnaden helst vara sådan att den lätt kan inpassas i en successiv övergång mot real beskattning med reducerade avdragsmöjligheter för räntor och lägre beskattning av spararnas ränteintäkter.

Alla förslag som syftar till att öka tillgången på riskvilligt kapital förutsätter lättnader i beskattningen. En del löntagarfondförslag innebär att vinst eller lön skall kunna avsättas före skatt till fonder. Sådana förslag innebär en skatteeffertgift på minst 50 procent av det tillförda riskvilliga kapitalet. Därtill kommer att det ofta förutsätts att avkastningarna i fonderna inte skall beskattas. I andra förslag med individuellt ägande förutsätts att avkastningen i stort sett

skall vara skattefri. Man kan således konstatera att alla synes vara överens om att man skall öka utbudet av riskvilligt kapital genom betydande skattelättnader.

Det går inte att påvisa något samband mellan ökat sparande och ökat utbud av riskvilligt kapital. Sparkvoten hos hushållen torde ha varit konstant under 1970-talet samtidigt med sjunkande aktieinnehav hos hushållen. Avgörande är i stället den relativa avkastningen mellan olika tillgångar.

Det är naturligtvis viktigt för den samhällsekonomiska balansen att höja hushållens sparkvot. Detta kan kräva omfattande sparstimulerande åtgärder. Vi vet relativt lite om vad som bestämmer hushållens sparkvot. Jag tror att en övergång till real beskattning skulle kunna höja sparkvoten under en relativt lång övergångsperiod. Vilka sparstimulerande åtgärder man nu än må välja är det inte nödvändigt att koppla ihop sparfrågan med problemet att öka utbudet av riskvilligt kapital.

Ökad räntabilitet

En grundförutsättning för att uppnå en industriell expansion är att öka lönsamheten. Om inte lönsamheten stiger fortsätter soliditeten att falla eller sker en ytterligare uppbromsning av investeringsverksamheten. Det går dock knappast, som konstaterades tidigare, att öka lönsamheten så starkt att man darutöver uppnår en återgång till den soliditet som fanns i början av 1970-talet.

Lösningar på detta problem kan teoretiskt delas upp i två steg. Först en anpassning av lönsamheten till den nivå som krävs i jämviktstillväxt med oförändrad soliditet, och sedan ett skift från skulder till eget kapital enligt de principer som här skisserats. Vid oförändrad soliditet krävs att det egna kapitalet växer i samma takt som den totala kapi-

talstocken. Om denna tillväxttakt liksom tidigare antages uppgå till 5 procent per år och nyemissionstakten till 2 procent per år, krävs att räntabiliteten på eget kapital uppgår till 6 procent realt efter skatt (detta framkommer genom insättning i ekvationen ovan). Detta är ett väsentligt rimligare krav än vad jag tidigare beräknade.

Även om den genomsnittliga lönsamheten steg till den nivå som här beräknats är det dock inte säkert att företagen skulle vilja öka nyemissionerna väsentligt. När lönsamheten stiger ökar räntetäckningsgraden och den soliditet som tidigare ansågs riskabelt låg anses då fullt acceptabel. Om det är av samhällsekonomiskt intresse att öka soliditetsnivån krävs därför förändringar i skattesystemet som stimulerar företagen att välja en högre soliditet.

Lättnader i bolagsbeskattningen

Detta kräver att företagens kostnad för riskvilligt kapital jämföras med företagens kostnad för lånekapital. Steg i den riktningen har tagits genom höjningar av de sk Anell-avdragen. Jag tror dock att man måste gå längre.

I princip borde inte ersättningen till aktieägarna till den del som den motsvarar den riskfria räntan på insatt kapital beskattas annorlunda än ränta på lånekapitalet. Därför borde räntan motsvarande obligationsräntan på insatt aktiekapital alltid vara avdragsgill från vinsten, oavsett hur stor den faktiska utdelningen är. Betalade företaget inte en utdelning motsvarande den räntan, skulle skillnaden ackumuleras som skuld till aktieägarna, dvs föras till en fond för beskattat eget kapital. Vinstskatten skulle således endast utgå på den i teoretisk mening rena vinsten. Detta skulle helt jämställa företagets kostnad för lånekapital med kostnaden för riskvilligt kapital.

Viljan att nyemittera

Den dåliga investeringsutvecklingen har lett till omfattande åtgärder för att öka företagets möjligheter att plöja ner obeskattade reserver och lindring av bolagsskatten genom olika avdrag som nästan blivit permanenta. Därför har den effektiva bolagsskatten minskat mycket kraftigt i betydelse. Den ger också numera relativt begränsade skatteinkomster. En tanke med att behålla bolagsskatten har varit att man genom olika avdrag skulle kunna styra företagets investeringsverksamhet. Därmed underlättas stabiliseringspolitiken. Dagen problem är dock inte att åstadkomma en fint avvägd konjunkturpolitik utan att under 80-talet korrigera den fundamentala obalansen i svensk ekonomi. Investeringsviljan kommer att vara alldeles för svag för att den skall gå att styra med de traditionella åtgärderna.

En tanke med att minska beskattningen på olika utdelningar har varit att det skulle stimulera efterfrågan på aktier. Därigenom höjs börskursen och det blir billigare för företagen att nyemittera. Jag tror dock att effekten på börskursen under de närmaste åren inte blir särskilt dramatisk med hänsyn bl a till den allmänna utvecklingen av konjunkturen. Vidare kvarstår problemet att många företag ändå kommer att finna att nyemission är en dyrbar form för att anskaffa kapital, eftersom ersättningen till riskkapitalet dubbelbeskattas jämfört med beskattningen av lånekapital. Skall man verkligen öka företagets vilja att nyemittera måste därför bolagsskatten i stort elimineras. Jag tror det är ett misstag att enbart se till hushållens vilja att placera i aktier. Lika viktigt är att se till företagets vilja att emittera.

I stället för att ytterligare öka eller utvidga avdragssystemet vore det bättre att helt eliminera bolagsskatten. Vill man eliminera dubbelbeskattningen bör det i princip ske i företagsbeskattningen.

Obeskattade reserver

Ett borttagande av bolagsskatten skulle innebära att den latent skatteskulden förvandlades till eget kapital. Därigenom skulle soliditeten stiga. Enligt Utmas bokslutsmaterial, som här används, uppgick de obeskattade reserverna till 36 miljarder kronor 1978. Hälften av dessa reserver har betraktats som latent skatteskuld i det mått på soliditet som jag använt ovan. Förvandling av denna latent skatteskuld på 18 miljarder kronor skulle öka soliditeten lika mycket som enligt mitt här skisserade förslag.²

En sådan åtgärd skulle innebära en optisk förbättring av soliditeten, vilken vore av värde bl a vid den internationella kapitalmarknadens bedömning av de svenska företagens kreditvärdighet. Internationella långgivare ställer i ökad utsträckning formella krav på balansräkningens utseende och soliditetens nivå. En förvandling av latent skatteskulder till eget kapital borde dock i princip inte påverka bankernas bedömning av företagets kreditvärdighet, eftersom latent skatteskuld är att jämföra med eget kapital sett från långgivarens synpunkt.

² Hans Werthén har foreslagit en vag att snabbt ändra soliditeten i svensk industri, nämligen att ge amnesti åt alla latent skatteskulder. Man skulle helt enkelt låta alla företag ett år utan skatt ta fram de dolda reserverna genom uppskrivning av tillgångar och fondemissioner. Staten skulle inte förlora några skatteinkomster från den löpande verksamheten. Soliditeten ökade dock omedelbart enligt har angivna siffror till 35 procent.

Hans Tson Söderström [1979] har i en ledare i *Ekonomisk Debatt* 7/79 foreslagit borttagande av bolagsskatten för att eliminera dubbelbeskattningen av riskvilligt kapital och för att snabbt höja soliditeten. Han föreslår också att skattebortfallet skulle finansieras genom en proms. Promsen är en skatt på användningen av både kapital och arbetskraft. Det är bättre att beskatta användningen av kapital än att beskatta effektiviteten i kapitalets användning. Infors proms bör därför bolagsskatten elimineras. Det finns mycket som talar för Söderströms förslag, förutsatt att en skatteomläggning skulle kunna ske utan en höjning av det totala skatteuttaget.

En framtagning av den latent skattekulden får dock inte alls samma reducerande effekt på vinstens variabilitet som en skuldtransformering skulle få. Det är detta som till syvende och sist är själva idén med att öka soliditeten genom ökad tillförsel av riskvilligt kapital.

Kraftfulla åtgärder

Utgångspunkten för denna artikel har varit att soliditeten är för låg i svensk industri. Om soliditeten fortsätter att sjunka accelererar den finansiella risken i företagen. Återverkningarna på investeringsutvecklingen blir därför allt starkare av sjunkande soliditet, speciellt i ett läge där de generella riskerna ökat som följd av kriserna inom och utom landet. Det krävs en realistisk höjning av lönsamheten om man dels skall kunna finansiera den nödvändiga tillväxten i industrins kapitalstock, dels höja soliditeten. Det är därför angeläget att snabbt finna andra vägar att öka soliditeten. Det förslag som jag skisserat går ut på att transformera företagets skulder till eget kapital och i stället låta hushållssektorn öka sin skuldsättning. Mitt huvudsakliga syfte med förslaget har varit att diskutera de principiella frågorna om företagets soliditet och utbudet av riskvilligt kapital och inte att lägga fram detaljerade konkreta förslag till åtgärder.

För att öka soliditeten krävs att hushållen ökar sina placeringar i riskvilligt kapital. Detta kräver lättnader i skatten på aktieutdelningar. En sådan lättnad bör snarare motiveras med att det är ett steg i en successiv övergång mot realbeskattning än att det är en eliminering av dubbelbeskattningen. För att öka företagets vilja att nyemittera krävs förutom en rimlig lönsamhetsnivå att kostnaden för riskvilligt kapital jämställs med kostnaden för lånekapital. Därför bör dubbelbeskattningen av riskvilligt kapital tas bort. Att ta bort bolagsskatten

skulle kunna få en starkt positiv effekt på företagets expansionskraft.

Det perspektiv på svensk ekonomi som nu avtecknar sig är mycket allvarligt. Varje år som går utan att trenden bryts gör det i framtiden än svårare att senare återvända till balans. För att vända utvecklingen i svensk industri måste kraftfulla åtgärder vidtas. Det räcker inte längre med gradvisa åtgärder som långsamt förändrar förutsättningarna, ty då går försämringen snabbare än den tid det tar för åtgärderna att verka.

Referenser

- Bentzel, R., [1979], Mot nya forlorade år? *Konjunkturrådets rapport 1979-80*, SNS, Stockholm
- Söderström, H. Tson, [1979], "Ett radikalt skatteförslag", *Ekonomisk Debatt*, årg 7, nr 7
- Utma, T., [1979], "Bolagens bokslut för 1978 - en jämförelse med tidigare år", *Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift*, nr 3-4