

Rolf Rundfelt:

Insideraffärer och börsetik

Den svenska börsens snabba tillväxt under 80-talet har medfört ett nyvaknat intresse för börsetik. Vid årsskiftet presenterade en statlig utredning, *Värdepappersmarknaden* (SOU 1984:2), förslag om lagstiftad reglering av insideraffärer och information om ändrade ägarförhållanden (s k flaggningsregler). Det senare förslaget har föregripits genom en rekommendation från Näringslivets Börskommitté (NBK) i november förra året om frivilligt införande av flaggningsregler. (NBK:s rekommendation har kritiserats i en artikel av Bjuggren och Jonung i *Svenska Dagbladet* den 17 januari.)

Rolf Rundfelt behandlar i sin bok *Insideraffärer och börsetik* (Studieförbundet Näringsliv och Samhälle, 1984, 197 s, 60 kr exkl moms) den andra frågeställningen i den statliga utredningens betänkande, reglering av insideraffärer. Syftet med boken är att utifrån ekonomisk analys bedöma behov och utformning av en reglering, vilket skiljer sig från den statliga utredningens i huvudsak juridiska inriktning.

Inledningsvis ges en kort presentation av frågor som man måste ta ställning till i en diskussion om reglering av insiderhandel. Ett fingerat exempel med verklighetsanknytning används i kapitel 2 för att illustrera begreppen insiders och inside information.

I kapitlen 3 och 4 diskuteras teoretiskt och empiriskt olika möjligheter för insiders att tjäna pengar på unik information och hur väl insiders har lyckats med att göra bättre affärer än andra på den svenska börsen. Kapitlen 5 och 6 redogör för gällande och föreslagna regler för insiderhandel i Sverige och i utlandet.

Den grundläggande frågeställningen om insiderhandel verkligen utgör ett problem som motiverar någon form av reglering, tas upp i slutet av boken i kapitel 7. Analysen grundar sig delvis

på den i huvudsak empiriskt inriktade diskussion som förts i tidigare kapitel. Rundfelt gör här en förtjänstfull, om än väl kortfattad, genomgång av olika argument för och emot reglering. Av argumenten för en reglering är det endast ett, det moraliskt förkastliga i att utnyttja inside information för egen vinning, som han inte kan vederlägga. Moralfrågor är ju svåra att med hjälp av ekonomisk analys ta ställning till.

Det troligtvis starkaste argumentet mot insideraffärer, att allmänhetens förtroende för aktiemarknaden skadas, går inte att bekräfta. Det är svårt att inse att allmänheten, av andra än rent moraliska skäl, skulle ställa sig negativ till en verksamhet, som innebär att kursen på deras aktier snabbare anpassar sig till sitt rätta värde. Utan insiderhandel medför officiella meddelanden om viktig information för aktievärdering stora omedelbara kursförändringar. Med insiderhandel kan en mer successiv anpassning av aktiekurser till dess rätta värde ske, varigenom situationer med snabba förmögenhetsomfördelningar undviks. I dessa resonemang är det lätt att hålla med Rundfelt.

Trots att Rundfelt således endast finner *ett möjligt* moraliskt argument mot insiderhandel, kommer han fram till att någon form av reglering är önskvärd. Slutsatsen ter sig också förvånande med tanke på att han i kapitel 4 visar att insiders inte är en kategori som karakteriseras av snabba och lönsamma klipp. Vinsten per affär har under perioden 1978—83 varit lägre än börsens genomsnitt. Dessutom behåller insiders sin aktie under längre tid än den genomsnittlige aktieägaren. Det påstådda behovet av reglering är mer grundat på en jämförelse med utlandet, framför allt USA och Storbritannien, än den ekonomiska analys som genomförs i boken.

Rundfelts rekommendation i slutka-

pitlet utgör en kompromiss mellan å ena sidan hans egen analys, som visar att insiderhandel inte utgör något problem i Sverige, och å andra sidan det lagförslag som den statliga Värdepappersmarknadsutredningen lagt fram och den reglering som tillämpas i USA och Storbritannien. En kombination av lagstiftning och självreglering föreslås. Mot insiderhandel i samband med företagsförvärv rekommenderas ett lagstiftat förbud, medan andra typer av oönskad insiderhandel kan åtgärdas genom självreglering. En underlighet är härvid att förslaget om lagstiftat förbud endast skall gälla handel i det företag som är föremål för uppköp, eftersom det för köparföretaget "inte finns någon anledning att vänta sig någon speciell kurs-effekt". Vinsterna av en fusion måste väl även komma aktieägarna i köparföretaget till godo? Annars borde före-

tagsledningen inte beviljas ansvarsfrihet.

Rundfelt vill också vidga kretsen av insiders till att förutom styrelse, företagsledning och större aktieinnehavare också omfatta journalister, börsmäklare och finansförvaltare. Till denna kategori skulle jag också vilja lägga politiker och andra med inflytande på utformningen av börsens spelregler. Ett uttalande av exempelvis en politiker om behovet av ändrade skatteregler kan ha väl så stora effekter på aktiekursen som företagsnyheter.

Ett sammanfattande omdöme om boken är att den är informativ och väl lyckas med att fånga olika aspekter av en reglering av insiderhandeln i Sverige. Sambandet mellan analys och slutsatser är dock obefintligt.

Fil pol mag *Per-Olof Bjuggren*
Lunds universitet