

Bör börsen regleras?

Höstens börsras har varit det stora samtalsämnet i vida kretsar. Precis som efter 1929 års krasch har man börjat ifrågasätta synen på aktiemarknaden som ett effektivt allokering-instrument. Är det kanske så att de finansiella marknaderna i allmänhet och börsen i synnerhet i sig själva skapar osäkerhet och realekonomisk instabilitet?

Inte minst börsjournalisternas beskrivning av aktiemarknaden tycks ge syn för sägen. Deras köp- och säljråd baseras på historiska kursmönster snarare än fundamentalanalys; förväntningar om dominerande placeras (försäkringsbolag, AP- och lön-tagarfonder, etc) portföljstrategier tillmäts större vikt än vinstutvecklingen; marknaden är "känslig" eller "överreagerar" på ny information, etc.

I ljuset av denna bild av börsen som en från fundamenta frikopplad tummelplats för den kortsynte spekulanten är det kanske inte så konstigt att man från olika håll har velat reglera aktiemarknaden. Socialisering av investeringarna (Keynes), omsättnings-skatt på aktiehandeln (nobelpristagaren James Tobin) och skärpta realisationsvinstskatter är exempel på åtgärder som i olika sammanhang föreslagits i syfte att hindra irrationella placeras destabiliserande inflytande på kapitalbildningen.

För att värdera dessa tankegångar måste diskussionen vidgas en smula bortom suggestiva skildringar av placeras styrda av rykten och "animal spirits". En naturlig utgångspunkt är då kapitalmarknadsteorin. Det cent-

rala temat i denna litteratur – underbyggt av en rad empiriska undersökningar – är att de finansiella marknaderna i det stora hela sköter sitt jobb bra: aktiemarknaden är effektiv i den meningen att relevant information om vinster och den makroekonomiska utvecklingen snabbt avspeglas i börskurserna.

Att vissa placerare i verkligheten är irrationella och drivs av vågor av pessimism och optimism ses inte som ett grundläggande problem. Sofistikerade placerare kommer att utnyttja irrationella placeras misstag och driva aktiekurserna mot deras fundamentalvärden. Eftersom irrationella placerare uppnår sämre resultat än rationella placerare kommer dessutom deras inflytande att minska på längre sikt.

Med denna utgångspunkt bortfaller motiven för att på olika sätt reglera börsen. Aktiemarknaden är bara en spegel av underliggande realekonomiska förhållanden. På samma sätt som en "nervös" eller "ryckig" börs är symptom på genuin osäkerhet om den ekonomiska politikens uppläggning eller den internationella konjunktur-utvecklingen är dramatiska anpassningar av börskurserna en avspegling av ny information om ekonomin. Försök att stabilisera aktiemarknaden med t ex omsättnings-skatter på aktiehandeln gör att börskursernas informationsinnehåll minskar och att den irrationelle spekulanten premieras på bekostnad av den rationelle fundamentalanalytikern.

Innebär detta att regleringar av aktiemarknaden alltid är av ondo? Nej,

förmodligen inte. Också om börsen i normalfallet styrs av rationella placerares informerade framtidsbedömningar kan vi långt ifrån utesluta fall där aktiemarknaden överreagerar på ny information, eller extrema situationer där självgenererande prisbubblor driver aktiekurserna långt ifrån deras "riktiga" fundamentalvärden. I princip vore det då möjligt att med *temporära* justeringar av t ex realisationsvinstskatter och omsättnings-

skatter dämpa dessa "onödiga" kursfluktuationer.

I praktiken är det dock svårt att inse hur en sådan finjustering skulle gå till: Hur skiljer finansdepartementet en prisbubbla från en "normal" prisanpassning, och hur avgör man när marknaden överreagerar? Svaret på dessa frågor förutsätter ju klippegenskaper som ställer dagens porschekörande "valpar" i pinsam skamvrå!

JONAS AGELL