

Det blir ingen börskrasch?

Det är svårt att veta vilka konsekvenser en löntagarfond får på aktiemarknaden, innan man exakt vet hur stora fondavsättningarna blir och hur mot fonden riktade nya aktier skall värderas. Det är också svårt att förutsäga vilka förväntningar aktieägarna har beträffande löntagarfondernas agerande om och när de blivit dominerande ägare, t ex beträffande utdelningspolitiken.

I Ekonomisk Debatt 1976: 1 diskuterar Bo Axell detta och kommer fram till att en börskrasch är mycket trolig. Han föreslår en värdering av aktierna som utgår från att dessas priser sätts till nuvärdet av alla förväntade utdelningar. Detta är ett vanligt antagande i finansieringslitteraturen.

När det gäller antagandet om vinstutveckling är Axells formulering emellertid ovanlig. Han förutsätter att vinsterna förblir konstanta, trots att kapitalet hela tiden växer genom att fondavsättningarna hålls inne. Man brukar som regel utgå från att vinsten utgör en viss andel av kapitalet. När kapitalet växer, växer vinsten. Detta fall finns behandlat i Näslund—Sellstedt [1976].

Man kan göra olika antaganden om vinstutveckling, skatteeffekter, hur aktierna värderas och hur utdelningspolitiken påverkas av en löntagarfond, men resultatet blir som regel att man bara får en börskrasch under vissa villkor.

Hur aktiekursen och antalet löntagaraktier varierar över tiden bestäms av två differentialekvationer, en som anger reglerna för fondens inköp av aktier, en annan som anger hur aktiepriserna varierar över tiden som en följd av förräntningskrav, utdelningspolitik och totalt antal utestående aktier (se Näslund—Sellstedt [1976] och Axell, Näslund, Ståhl och Ysander [1976]).

Aktiekurserna sjunker givetvis ome-

delbart som en följd av att en del av vinsten måste ges bort till löntagarna men inte nödvändigtvis till noll.

I Näslund—Sellstedt [1976] visas hur stort kursfallet blir om man bortser från skatt och antar att utdelningspolitiken förblir oförändrad sedan löntagarfonden beslutats. Där antas att löntagaraktierna värderas till börsvärdet och förhållandet mellan aktiepriserna omedelbart efter och före beslutet om en löntagarfond blir då

$$\frac{1-s-m}{1-s}$$

där $1-s$ är den del av vinsten som delas ut och m är den andel av vinsten som tillfaller löntagarna. Det innebär att t ex för $s=0,6$ och $m=0,2$ kommer aktiekurserna att halveras. Endast om $1-s-m \leq 0$ blir det en börskrasch.

Om däremot löntagarna får den andel av företagets substansvärde som motsvarar deras vinstandel, blir förhållandet mellan aktiepriserna omedelbart efter och före beslutet om en löntagarfond ungefär bestämt av (se Näslund—Sellstedt [1976])

$$\frac{1-s}{1+m-s}$$

dvs om samma siffror används som tidigare sjunker kursen med $1/3$ och någon börskrasch är inte möjlig.

Sedan börskursen omedelbart ändrats på de vis som antytts ovan, fungerar börsen — med de här gjorda förenklingarna — som vanligt igen. Löntagarfonden kommer så småningom att bli ensam ägare till alla företag men det dröjer oändligt länge.

I Axell, Näslund, Ståhl och Ysander [1976] redovisas ovanstående resultat närmare och där visas även hur resultatet påverkas av att hänsyn tas till skatt.

Här har jag utgått från ett enda företag. När fondens övertagande av hela

företagskapitalet i samhället behandlas, måste analysen vidgas t ex med en diskussion av om fonden kan få samma tillväxt på sitt kapital som övriga kapitalägare (se Näslund—Sellstedt [1976 b]) och man måste införa makroekonomiska villkor, åtminstone beträffande sparande och investering (se Näslund—Sellstedt [1976]).

Professor *Bertil Näslund*,
Handelshögskolan i Stockholm

Referenser

- Axell, B., [1976], "Innebär Meidners förslag börskrasch och omedelbar socialisering?" *Ekonomisk Debatt 1976: 1*
- Axell, B., Näslund, B., Ståhl, I., och Ysander, B.-C., [1976], "Capital sharing and the price of capital shares," *Working Paper*, EFI
- Näslund, B.—Sellstedt, B., [1976], "Wage Earners' Funds and the Stock Market," *Working Paper 6050*, EFI
- [1976 b], "Kan arbetarna överta produktionsmedlen utan revolution?" *Ekonomisk Debatt 1976: 1*