

## Löntagarfonden och aktieägarna

*Löntagarfondutredningen har i en expertrapport analyserat hur kurserna på aktier påverkas av införandet av ett löntagarfondsystem av den typ, som föreslagits av LO-SAP. Deras slutsats överensstämmer huvudsakligen med den i LO-SAP-rapporten: Aktieägarna har inget att frukta. Ingolf Ståhl pekar på ett antal starka begränsningar i utredningens analys och hävdar att en mera utförlig analys istället visar att mycket väsentliga aktiekurssänkningar är troliga.*

Efter en tids stiltje har löntagarfondsdebatten på senaste tiden ånyo tagit fart. Förutom ett antal nya debattböcker har löntagarfondutredningen nu börjat komma med sina expertrapporter.

I den andra av dessa rapportsamlingar – Löntagarna och kapitaltillväxten 2 (SOU [1979]) – utkommen i juli 1979, tar Ragnar Boman och Lennart Låftman upp en del av det stora frågekomplexet kring fonderna, som under det senaste året ej erhållit samma uppmärksamhet som tidigare. Det gäller frågan om de gamla aktieägarnas ställning. Vad händer med värdet på deras aktier? I denna delfråga utspann sig tidigare en livlig debatt bl a i denna tidskrift under 1976.<sup>1</sup> Att debatten i denna delfråga sedan i stort sett ebbade ut torde knappast bero på att aktieägarna som sådana är en ointressant part i sammanhanget. Inte minst i samband med Volvos uteblivna extra bolagsstämma i januari framgick detta klart. Frågan om

aktiekursutvecklingen är vidare ej enbart av intresse för aktieägarna själva, utan även för frågan om normala nyemissioner kan komma till stånd under ett löntagarfondsystem. Att intresset för vad som händer med aktiekurserna vid införandet av löntagarfonder mattats av torde i stället framför allt bero på att man i LO-SAP-rapporten 1978 lade fram ett antal förslag som man sade skulle göra att farhågorna om kursfall vore helt obefogade.

Boman-Låftman ägnar en viktig del av sin rapport åt en analys av LO-SAP-förslaget verkningar på detta område och deras huvudslutsats kan sägas vara att LO-SAP-förslaget teoretiskt sett ingalunda skulle leda till några väsentliga kurssänkningar för de företag, där ej hela vinsten utdelas. Då sett över en längre tidsperiod flertalet svenska börsföretag utdelat väsentligt mindre än tillgänglig vinst efter skatt, överensstämmer BL:s (Boman-Låftmans) preliminära slutsatser med dem som framfördes i LO-SAP-förslaget: aktieägarna har inget att frukta.

Detta strider mot slutsatserna i den tidigare debatten (från 1976) i vilken det

*INGOLF STÅHL är docent i företagsekonomi vid Handelshögskolan i Stockholm. Han har i sin forskning främst sysslat med förhandlingsteori och ekonomiska simuleringsmodeller.*

<sup>1</sup> I debatten deltog med artiklar bl a Bo Axell, Bertil Näslund, Ingolf Ståhl och Bengt-Christer Ysander [Ekonomisk Debatt nr 1976: 1 och 1976: 4].

då framlagda Meidner-förslaget befrades leda till en "börskrasch". Genom en del skatteförmåner (se nedan) skiljer sig dock LO-SAP-förslaget från det tidigare Meidner-förslaget. Frågan uppstår då om det huvudsakligen är dessa skatteförmåner som medfört denna skillnad i slutsatser eller om skillnaden även beror på olikheter i analysmetodik. Denna fråga motiverar ett närmare studium av BL:s utredning.

Det bör framhållas att analysen av LO-SAP-förslaget är intressant framför allt därför att detta förslag kan sägas representera ett stort antal möjliga löntagarfondförslag. Även om vissa detaljer i LO-SAP-förslaget nu är mindre aktuella pekar uttalanden från bla ledande LO-personer på att starkt intresse fortfarande föreligger för huvudidéerna i förslaget som t ex vinstdelning, kollektivt inflytande och ingen begränsning i löntagarfondens andel av aktiestocken.

### Reglerna för skydd av de gamla aktieägarna

Innan vi presenterar huvuddragen i BL:s analys skall vi först redovisa huvudreglerna i LO-SAP-förslaget. Tjugo procent av företagets vinst före skatt skall användas till en till löntagarfonden riktad nyemission. Den kurs, till vilken denna emission skall ske, varierar efter förslagen. Enligt det första Meidner-förslaget skulle emissionen ske till börskurs. Efter bla den ovannämnda debatten i denna tidskrift, ändrades detta i ett senare Meidner-förslag i riktning mot substansvärde. I LO-SAP-rapporten tas ej ställning i denna viktiga fråga.

LO-SAP-förslaget omfattar även inrättandet av en utvecklingsfond till vilken företagen (efter några år) skall inbetala 3 procent av företagets totala lönesumma i en sk kapitalbildningsavgift.

Om inga nyemissioner förekommer andra än de som riktas till fonderna kom-

mer de gamla aktieägarnas andel av företaget att minska. I det uttalade syftet att förhindra att detta leder till värdeminskning på aktierna föreslås i LO-SAP-skriften följande skattelindringar:

1. Den del av vinsten (20 procent) som användes till den riktade fondemissionen är avdragsgill. (Detta föreslogs redan av Meidner.)
2. Den utdelning som tillfaller fonden – dvs på de sk löntagaraktierna – är avdragsgill vid beskattning.
3. Utdelningen som tillfaller fonden får dessutom räknas av från den kapitalbildningsavgift som företaget skall betala.

I samma syfte anges även vissa regler för inlösen. Vi skall återkomma till dessa senare, bla då dessa ej berörs av BL.

### Huvuddragen i Boman-Låftmans utredning

Huvudförutsättningarna för BL:s analys är följande:

1. Aktierna värderas på börsen till summa nuvärde av alla framtida utdelningar.<sup>2</sup> Ingen hänsyn tages till andra, "psykologiska" faktorer.
2. Företaget kommer att oberoende av om löntagarfondsystemet gäller eller ej bedriva *samma* politik vad gäller avvägning mellan vinst och andra mål samt även bedriva *samma* utdelningspolitik.
3. Kapitalbildningsavgiften (om 3 procent) kommer i sin helhet att övervältras på löntagarna, dvs om lönerna i läget utan fondsystem är 300 mkr och således den treprocentiga kapitalbildningsavgiften är 9 mkr, kommer löntagarna i fondfallet endast att få 291 mkr i lön.

<sup>2</sup> Nuvärdet är här värdet av utdelningen diskonterat med någon typ av ränta som avspeglar vad den "genomsnittliga" aktieägaren skulle vara villig att betala för att få en viss summa pengar i dag i stället för att behöva vänta ett år.

4. De riktade nyemissionerna sker på grundval av aktiernas substansvärde.

Mot bakgrund av antagande 1 ovan behöver man för att bedöma kursutvecklingen endast studera hur utdelningarna utvecklar sig över tiden. I det fall då utdelningarna *kan* bibehållas oförändrade om man inför löntagarfondsystem kan man (på grundval av antagande 2) fastslå att inga kursfall behöver befaras på grund av fondsystemet.

För att studera denna utdelningsutveckling konstruerar BL ett modellföretag och studerar dess utdelning under de närmaste *fyra* åren efter löntagarfondsystemets införande för följande fyra olika typfall:

1. Företag med nollresultat.
2. Företag vars verkliga vinst efter skatt precis täcker utdelningen.
3. Företag, vars redovisade vinst efter skatt precis täcker utdelningen, men vars verkliga vinst är större, då avsättningar kan göras till obeskattade reserver, tex i form av nedskrivning av lager.
4. Företag, som är maximalt konsoliderade och som redovisar en nettovinst, som är väsentligt större än utdelningen.

För alla situationer utom situation 2 (dvs där utdelning = verklig vinst efter skatt) visar BL att utdelningarna under de *fyra* studerade åren kan hållas lika stora om löntagarfondsystemet införes som om det ej införes. Härav dras slutsatsen att kurserna *ej* kommer att falla.

### Kritiska invändningar

BL:s analys har starka begränsningar och ett antal invändningar kan riktas mot analysen.

Den *första* invändningen är att jämfört med den tidigare debatten har BL helt velat bortse ifrån möjligheten att företags vinst- och utdelningspolitik förändras i och med införandet av en löntagarfond. Vi skall senare i denna artikel stu-

dera konsekvenserna av förändring av företagets politik i dessa avseenden.

Den *andra* invändningen är att BL begränsar sin analys till enbart *fyra* år. Detta gör att man missar de eventuella effekter som uppkommer längre fram i tiden, när löntagarfonden fått en väsentlig andel av aktiekapitalet. BL har ju noterat att i fall 2 ovan när företaget redan från början delar ut hela nettovinsten efter skatt är det möjligt att man ej kan bibehålla utdelningen till de gamla aktieägarna. Man måste ju höja den *totala* utdelningen, eftersom viss utdelning även måste ske till löntagarfonden.

Frågan är då om man inte även i *tex* fall 4 ovan, där aktieägarna initialt endast får en viss andel, *tex* 50 procent av nettovinsten i utdelning, kommer i ett sådant läge längre fram i tiden, *tex* när fonden har över 50 procent av utdelningen. Företagets totala utdelning måste då vara mer än dubbelt så stor som utdelningen till de gamla aktieägarna. För att företaget då likväl skall kunna dela ut oförändrat till de gamla aktieägarna, måste det egna kapitalet växa väsentligt snabbare i fondfallet än i icke-fondfallet.<sup>3</sup> Att vi får en sådan utveckling har BL ingalunda visat. För detta behövs en analys över mycket fler än *fyra* år.

En *tredje* invändning mot BL:s analys är att man endast studerar det fall då kapitalbildningsavgiften övervältras *helt* på löntagarna. Av flera skäl, som utvecklas närmare i Ståhl [1979] är detta ett starkt antagande. I vår analys skall vi

<sup>3</sup> Om vi begränsar oss (se senare i texten) till att utdelningen högst kan uppgå till årets nettovinst efter skatt, så kan i det enklaste fallet (när vinsten är oförändrad år efter år och kapitalbildningsavgiften p.g.a. låg lönandel är negligerbar) den totala utdelningen högst uppgå till 80% av vinsten före skatt, (dvs efter det 20-procentiga avdraget för nyemission). Om i icke-fondfallet 25% av vinst före skatt utdelas, skulle de gamla aktieägarna få lägre utdelning i fondfallet allra senast när fonden får 70% av aktierna. De gamla aktieägarna har då 30% av aktierna och får således blott 24% av vinsten före skatt i utdelning.

även undersöka fallen då ingen övervältring alls sker samt ett mellanfall när lönerna endast sjunker med halva kapitalbildningsavgiften.

En fjärde invändning är att företagets totala kapital ej växer, utan hela ökningen av kapitalet används till amortering av långfristiga skulder. BL studerar således endast helt stagnerande företag med en allt högre soliditet. Vi skall i stället i vår analys anta en oförändrad soliditet och låta ökningen av det egna kapitalet användas till en expansion av företaget, varvid skulderna och även lönerna ökar parallellt.<sup>4</sup>

### Vår modell

Den modell som vi skall använda kan summeras på följande sätt:<sup>5</sup>

Vi gör alla jämförelser med utgångspunkt från kursutvecklingen i traditionella företag utan löntagarfonder. Börskursen bestäms för dessa som summa nuvärde av alla framtida utdelningar, där utdelningarna diskonteras till nuvärdet med en ränta som avspeglar aktieägarnas tidspreferens. Med utgångspunkt ifrån ett visst eget kapital i början, ett antagande om att räntabiliteten är av en viss storlek och att en viss procent av vinsten utdelas, medan resten av vinsten efter avdrag för bolagsskatt om 50 procent nedplöjes, kan börsvärdet i läget utan löntagarfond uträknas.

Vi kan härefter beräkna vad börskursen blir om löntagarfonder införes, men företagen ej ändrar sin utdelningspolitik eller sin ambitionsnivå vad gäller räntabiliteten. Vi antar således att räntabiliteten (vinst i procent av eget kapital) är oförändrad.<sup>6</sup>

Ett problem uppstår i definitionen av oförändrad utdelningspolitik i vårt fall med växande företag. I BL:s fall, där vinsten i icke-fondfallet är oförändrad år från år, leder båda av följande två policies till samma utdelningsbelopp i fondfallet: A) Den totala utdelningen är sam-

ma procent av vinsten (före skatt)<sup>7</sup> i både icke-fondfallet och fondfallet och B) Utdelningen till de gamla aktieägarna skall vara lika stort belopp i kronor i icke-fondfallet som i fondfallet.<sup>8</sup>

Antagande B fokuserar på själva frågan om utdelningen kan upprätthållas trots att fond införes. Medan det under antagande A i princip är möjligt att tänka sig såväl kurssänkningar som kurshöjningar på grund av fonden, så kan under antagande B uppenbarligen *inga* kurshöjningar erhållas. Antagande A förefaller i många avseenden vara det a priori naturligare av de två antagandena, men vi skall genomföra analysen för båda antagandena, speciellt som B kan ses som en slags försvarsstrategi för de gamla aktieägarna.

Medan det faktum att de gamla aktieägarna pga nyemissionerna till fonden får en allt lägre andel av aktiekapitalet och därmed av utdelningarna verkar negativt på börsvärdet, påverkar de ovan nämnda skatteavdragen börskursen positivt, genom att de ökar de medel som kvarstår för nedplöjning i företaget. De ökar därmed det egna kapitalet och vins-

<sup>4</sup> Vi kan härigenom i princip bortse ifrån graden av konsolidering och slippa skilja mellan tex fall 3 och fall 4 (se vidare Ståhl [1979]).

<sup>5</sup> Modellen presenteras utförligare i Ståhl [1979].

<sup>6</sup> Tillsammans med antagandet om oförändrad soliditet innebär detta, vid konstanta skuldrantor, även en oförändrad räntabilitet på det totala kapitalet.

<sup>7</sup> Att vi ej antar oförändrad utdelningsprocent efter skatt sammanhänger med att vinsten efter skatt varierar mycket mera mellan icke-fond och fondalternativen och att en analys baserad på utdelning efter skatt således skulle representera en oförändrad utdelningspolitik betydligt samre än en analys baserad på vinst före skatt.

<sup>8</sup> För både A och B gäller dock begränsningen att utdelningen *högst* kan uppgå till vinst efter skatt. Självfallet skulle utdelningen kunna upprätthållas i det fall företaget initialt hade ett stort icke bundet eget kapital, som successivt utdelas. En sådan krympning av företaget strider dock mot principen om att en oförändrad utdelningspolitik även skall tillåta någorlunda oförändrad, stadig tillväxt i företaget. Detta utesluter även en "jojo-politik" där företaget växer vissa år och krymper kraftigt andra år.

terna. Frågan är då vilken av dessa två effekter, som är starkast. Vi undersöker denna fråga för 396 olika kombinationer av vad vi uppfattat som realistiska värden på räntabilitet, ränta, utdelningsprocent, övervärtrng av kapitalbildningsavgiften och lönesumma (i relation till vinst). Räntabiliteten uttryckes här som vinst *före* skatt i procent av eget kapital och varierar mellan 5 och 20 procent. Utdelningen sätts till antingen 20, 35 eller 50 procent av vinst före skatt.<sup>9</sup>

### Skatteavdragen otillräckliga

Resultaten av våra datakörningar visar att under antagande A – dvs att utdelningen är en konstant andel av vinsten – får vi i endast *ett* av de 396 fallen en kurshöjning. I alla övriga fall får vi kurs-sänkningar: i flertalet fall på över 10 procent och i en tredjedel av fallen på över 20 procent. Kurserna kan t o m halveras.

Det bör understrykas att de här framräknade kurssänkningarna är att hänföra till *en* enda tidpunkt, nämligen när beslutet om löntagarfond fattas. Jämförelsen avser två lägen där i det ena fallet aktieägarna med bestämdhet tror att *ingen* löntagarfond kommer att införas och i det andra alla vet att en sådan kommer att införas.

Vad gäller körningarna med antagande B är den mest intressanta frågan om det är möjligt att i all framtid bibehålla samma utdelningar som i fallet utan löntagarfond. I nära hälften av fallen är detta *ej* möjligt, utan kurssänkningar erhålles. I många fall är dock dessa kurssänkningar mycket måttliga. Speciellt gäller detta när företaget har en låg räntabilitet, men aktieägarna har en hög diskonteringsränta. Då kommer vinsterna och därmed utdelningarna i framtiden *ej* vara så stora och nuvärdet av dessa utdelningar blir då ännu lägre. När räntabiliteten är låg, dvs 5 procent eller 10 procent, så är det främst i fallet med 50 procents utdelning som kurssänkningar erhålles. Blott i en-

staka fall erhålles kurssänkning även vid lägre utdelning. När räntabiliteten är högre får vi normalt kurssänkningar även vid lägre utdelning.

Om en hög räntabilitet kombineras med en lägre ränta kan kurssänkningarna bli ansevärliga. Detta gäller speciellt då *ingen* övervärtrng av kapitalbildningsavgiften sker och lönerna är stora i förhållande till vinsten. Vi kan då få kurssänkningar på upp till 25 procent. Kurssänkningarna blir större ju mindre av fondbildningsavgiften som övervältras och ju högre lönen är i förhållande till vinsten.

Kurssänkningarna blir dock generellt mindre omfattande i fall B än i fall A. Orsaken är att företaget i fall B söker att så länge det är möjligt upprätthålla samma utdelning som i icke-fondfallet. Detta har andra mindre önskvärda konsekvenser, nämligen att det egna kapitalet i ett stort antal fall kommer att tillväxa betydligt långsammare än i icke-fondfallet. Denna minskning av det egna kapitalet pga fondsystemet erhålles endast i fallen med 20 resp 35 procents utdelning. Efter 20–30 år kan det egna kapitalet vara mindre än hälften av vad det skulle ha varit om löntagarfonder *ej* införts. Det verkar osannolikt att företagen skulle fullfölja en politik med sådana konsekvenser för företagets expansion endast i syfte att upprätthålla utdelningen till de gamla aktieägarna.<sup>10</sup> Att inga sådana drastiska resultat erhålles i fall A gör oss

<sup>9</sup> Vi har räknat med alla tänkbara kombinationer av följande värden: Räntabilitet = 5, 10, 15 och 20 procent, Aktieägarnas diskonteringsränta = 10, 15 och 20 procent, Utdelning = 20, 35 och 50 procent, Övervärtrng av kapitalbildningsavgift = 0,50 och 100 procent, Lonesumma/Vinst = 2, 4, 6, 8 och 10. I det fall att 100 procents övervärtrng sker raknar vi med endast *ett* värde på lönesumma/vinst, då detta *ej* påverkar resultatet.

<sup>10</sup> Det är rimligt att uppfatta utdelningspolitiken som en slags avvägning mellan aktieägarnas krav på utdelning och övriga intressentgruppers önskan om tillväxt i företaget. En oförändrad utdelningspolitik kan då inte få innebära en sådan markant minskad tillväxt.

än mer benägna att låta detta fall representera det vi kallar "oförändrad utdelningspolitik".

Det skall slutligen påpekas att kurs-sänkningarna kan bli ännu större.

Resonemangen förutsätter att företagen i fondalternativet till fullo kan utnyttja de avdragsmöjligheter som förslaget ger. Som Lars Bertmar [1977] visat skulle de flesta företagen, om deras vinstförhållande blev likartade dem som gällt för de senaste åren, ej kunnat utnyttja dessa avdrag helt!<sup>11</sup> Om inga avdrag alls kan göras för utdelningen till löntagarfonden skulle kurssänkningen bli väsentligt större. Detta indikerar att de skatteavdrag som föreslagits i LO-SAP-rapporten (men ej av Meidner) verkar positivt på aktiekurserna men långt ifrån tillräckligt för att kompensera för de negativa effekterna.

Ytterligare två faktorer talar för att kurssänkningarna skulle kunna bli ännu större. Det första är att vi hittills antagit att företagen kommer att bedriva en oförändrad utdelnings- och vinstpolitik; det andra är att löntagarfonden hela tiden anskaffar aktierna till substansvärde och ej börskurs. Effekterna av dessa två faktorer skall belysas nedan.

### Kursutveckling vid förändrad utdelningspolitik

I vår analys har vi hittills antagit att såväl räntabiliteten (på eget kapital) som utdelningen ej påverkas av införandet av löntagarfonden. Vi skall nu övergå till att studera en situation där företagets utdelningspolitik förändras i och med att löntagarfonden tar över ägarmakten, (dvs får mer än 50 procent av aktiekapitalet).

Med ordet utdelningspolitik täcker vi in inte blott det fall då företaget ändrar utdelningsprocenten, utan även de fall då företaget har ändrade ambitioner vad gäller vinsten. När vi således antar att utdelningen slopas i och med fondens

"maktövertagande", kan detta ske antingen genom att företaget, trots att det gör vinster, sätter utdelningsprocenten till noll eller att företaget slutar att göra någon vinst, tex genom att det i stället betalar högre löner.

Antagandet om att utdelningen upphör helt i och med löntagarfondens maktövertagande kan självfallet kritiseras. Det räcker emellertid att anta att flertalet *aktieägare tror* att utdelningen upphör. Det är aktieägarnas förväntningar om löntagarfondens beteende som är relevant. Vi skall återkomma till detta antagandes relevans efter det att vi studerat effekterna på kurserna.

### Substansvärdebaserade emissioner

Vi skall först studera fallet med att utdelningen helt upphör och aktierna vid de riktade nyemissionerna värderas efter substansvärde. Följden blir väsentligt större sänkningar än i fallet med oförändrad utdelningspolitik. Vid en mindre drastisk förändring av utdelnings- och vinstpolitiken kommer resultatet att ligga mellan dessa fall.<sup>12</sup>

I fall A – dvs utdelningen är en konstant procent av vinsten – kommer kurssänkningar bli följden i samtliga fall; i nära hälften av fallen är kurssänkningarna större än 20 procent.

I fall B – dvs där man innan fondens maktövertagande eftersträvar att hålla samma utdelning som i icke-fondfallet – uppstår alltid kurssänkningar om räntabiliteten är minst 10 procent. Kurssänkningen är vidare väsentligt kraftigare än vid oförändrad utdelningspolitik.

<sup>11</sup> Många av dessa företag har likval utdelat ett belopp som är lägre än den redovisade vinsten.

<sup>12</sup> Antagandet om att utdelningen upphör vid 50 procent aktieinnehav kan dock ses som en approximation av fallet när fonden i realiteten tar makten vid tex ett 40-procentigt aktieinnehav och sedan gradvis sänker utdelningen så att den är nära 0 vid ett 60-procentigt innehav.

### Börskursbaserade emissioner

Vi skall även se på fallet då emissionskursen baseras på aktiernas börskurs i stället för deras substansvärde. Vi skall här använda samma typ av analys som presenterade i Ekonomisk Debatt 1976 [Ståhl 1976].

En börskursvärdering leder vid totalt utdelningsstopp till utomordentligt starka kurssänkningar, i samtliga av våra studerade fall på över 60 procent. Vi får här samma typ av "börskrasch" som i debatten 1976 framräknades för Meidnerförslaget. De i LO-SAP-förslaget införda skattelindringarna har således i detta fall mycket liten betydelse. Orsaken till detta är den "kumulativa process", som uppstår genom att sänkta börskurser möjliggör ett snabbare maktövertagande. Därigenom minskar antalet år som utdelning ges, vilket sänker börskursen än mer osv.

LO-SAP-skriften tar ej ställning till om de riktade nyemissionerna skall ske efter substansvärde eller till börskurs. Mycket talar dock för att börskursen kommit ur bilden, kanske på grund av de ovan påpekade effekterna.

Även om de riktade nyemissionerna i praktiken kommer att ske till substansvärde, är emellertid huvudtankegången bakom börsvärdemodellen fortfarande av intresse, om löntagarfonderna eller fackföreningarna själva kan tänkas uppträda som köpare på börsen. De kan genom sådana köp påskynda löntagarfondens maktövertagande och därigenom sätta igång den ovannämnda kumulativa processen.<sup>13</sup> Det skall framhållas att en fackförening som söker tillgodose sina medlemmars materiella intressen har ett starkt intresse av att påskynda maktövertagandet även om man "förlorar" pengar på själva aktien.

### Vad händer med nyemissionerna?

Som visats ovan är antagandet om en starkt minskad utdelning i och med fon-

dens "maktövertagande" av stor betydelse. Detta bemöttes direkt i LO-SAP-skriften. Här sägs bla

"Farhågorna för ett framtida utdelningsstopp i löntagarstyrda företag är obefogade redan av den anledningen att även företag med löntagarfonder kommer att behöva privatägt kapital. Kapitaltillskott från enskilda aktieägare kommer för lång tid framöver att vara en viktig källa för tillförsel av nytt riskvilligt kapital till näringslivet. Det kommer därför inte att ligga i löntagarnas intresse att utnyttja sitt inflytande för att förändra företagets utdelningspolitik till nackdel för enskilda intressenter."

LO-SAP-skriftens yttrande förefaller bygga på tankegången att löntagarna skulle ha intresse av att upprätthålla utdelningar för att möjliggöra att privata kapitalägare deltar i nyemissioner. Frågan är om detta är ett rimligt antagande. För att nyemission av ovannämnd typ skall komma till stånd måste löntagarna själva satsa tidigare ackumulerade utdelningsmedel om man ej skall göra en speciell utdebitering bland löntagarna. Valet för löntagarna kan vidare anses stå mellan att driva företaget med oförändrad lönsamhetsambition och utdelningstillväxt *eller* att genom förmånliga löneavtal, lägre arbetstempo, mindre stress, ökad sysselsättningstrygghet osv driva en politik som i princip leder till nollvinst och därmed inga utdelningar. Medan "vinstuttag" i form av höjda löner, mindre stress, större trygghet osv i sin helhet kommer löntagarna tillgodo, så skulle utdelningar, åtminstone initialt vid själva "maktövertagandet" till hälften tillfalla de gamla aktieägarna.

<sup>13</sup> Man kan ställa sig frågan varför vi i dag inte får sådana kraftiga börsfall genom eventuella börskop från fackföreningarnas sida. Svaret på detta är att effekterna ovan beror på *kombinationen* av de obligatoriska, riktade fondemissionerna och fackets agerande på börsen. Se vidare Ståhl [1979].

**Aktieägarnas intresse av nyemissioner**

En annan viktig fråga gäller de gamla aktieägarnas intresse av att delta i nyemissioner efter det att löntagarfondssystemet införts. Detta intresse kan antas vara beroende av den avkastning i form av *öklad* utdelning som det satsade kapitalet kan leda till. Det är således av intresse att studera hur denna avkastning förändras med införandet av löntagarfonden. För att analysen skall vara så förmånlig som möjligt för löntagarfondalternativet skall vi studera fallet med substansvärdering i stället för börskursvärdering. Vi har använt en modifierad form av den modell som presenterades i artikelns början och beräknat den avkastning som nyemitterade medel, insatta i företaget 5, 10 resp 15 år efter beslutet om löntagarfond resp året efter det att fonden tagit över makten, skulle leda till.

Slutsatsen av analysen (för detaljer se Ståhl [1979]) är att om aktieägarna har anledning att befara att utdelningspolitiken kommer att förändras någon gång i framtiden i ett fondsystem, kommer den förväntade lönsamheten av att vara med i nyemissionen att sjunka så att denna knappast kan förväntas lyckas. Då viktiga aktieägargrupper förefaller ha sådana farhågor är det osannolikt att några väsentliga nyemissioner av traditionell typ skulle kunna genomföras i en löntagarfondsekonomi.

LO-SAP-skriftens argument *mot* utdelningsbortfall faller då. Hoppet om kvarstående utdelning skulle då främst stå till löntagarfondens "altruistiska känslor" för de gamla aktieägarna. Flerparten aktieägare förmodar nog att dessa hänsyn för fondstyrelsen kommer att väga betydligt lättare än tex sysselsättnings- och arbetsmiljöhänsyn. Riskerna för starka kursänkningar förstärks alltså.

**Analys av garantireglerna**

Således kan man för flertalet aktieägare

förvänta sig väsentliga kapitalförluster. Det är då den speciella inlösningsregeln i LO-SAP-skriften blir av intresse.

"Garantin bör därför ges formen av en rätt för minoritetsintressenter i företag, där de privata kapitalägarna inte längre har ett bestämmande inflytande, att under vissa betingelser få sina aktier i företaget inlösta. Den grundläggande förutsättningen för inlösen bör vara att företaget under viss tid, tex de senast förflutna fem åren, hållit utdelningarna till aktieägarna på väsentligt lägre nivå än som varit rimligt med hänsyn till företagets resultat och investeringspolitik. Ersättningen till minoritetsintressenterna bör bestämmas med ledning av en substansvärdering av företaget (värdering av företagets realtillgångar). Eftersom substansvärdet så gott som alltid är högre än börsens värdering av aktierna utgör en sådan regel ett starkt minoritetsskydd."

Först av allt kan konstateras att denna spärregel är av ringa värde i det fall tvångsinlösen endast kan åberopas pga att utdelningen bortfallit, men vinst fortfarande redovisas. Som nämnts ovan kan det befaras att det fondstyrda företaget ej heller har något intresse av att redovisa någon vinst. För att vara ett skydd för minoriteten är det ett nödvändigt villkor att tvångsinlösen också tillåtes i det fall då utdelningen upphör på grund av att företaget upphör att redovisa vinst efter det att fonden tagit över makten i företaget.

Emellertid räcker inte ens detta för att skydda aktieägarna, om utdelning och vinst upphör i och med löntagarfondens maktövertagande, inte ens om vi tolkar den föreslagna inlösenregeln liberalt, dvs så att tvångsinlösen till substansvärdet alltid kan ske fem år efter det att fonden tagit över makten.

Trots att substansvärdet i de allra flesta fallen initialt är större än börskursen, kommer likväl inte i något fall garantiregeln att ge aktieägaren något skydd mot kursförlust, även om förlusten blir mind-



re än om ingen inlösen vore möjlig. I tre fall av fyra erhålles en förlust på över 10 procent av aktievärdet och i en tredjedel av fallen på över 20 procent.

Slutsatsen är att garantiregeln är föga väl utformad för att vara ett skydd för de gamla aktieägarna. Det förefaller vara så att den enda enkla garantiregel som säkert kan ge aktieägarna skydd är en regel som tillåter inlösen till börskurs före löntagarfondens införande (baserad på något genomsnitt över några år) med räntetillägg. Inlösen skall kunna begäras när antingen utdelningsprocenten eller räntabiliteten väsentligt förändras gentemot läget före löntagarfondens maktövertagande. Att ett sådan inlösningsförfarande skapar stora problem är uppenbart.

### En mera fullständig och förutsättningslös utredning

Våra slutsatser står således i ett klart motsatsförhållande till slutsatserna i såväl LO-SAP-rapporten som Boman-Låftmans utredning. Det föreligger enligt ovanstående analys starka skäl för att befara väsentliga aktievärdeförluster vid införandet av ett löntagarfondsystem.

Då analysen i stora drag är oberoende av ett antal detaljer i LO-SAP-förslaget torde den, efter mindre modifikationer, vara applicerbar på varje system med följande karakteristika:

a) Fonden eller fonderna byggs till väsentlig del upp med medel hämtade ifrån företagets vinster.

b) Fonderna tillåtes i framtiden få aktiemajoritet i företaget.

c) Fonderna är styrda med löntagarrepresentanter som i väsentlig utsträckning söker tillvarata intresset hos löntagarna i de aktuella företagen.

Det är därför från aktieägarsynpunkt motiverat att noggrant analysera de förslag som slutligen kan komma i löntagarfondfrågan och att därvid ej kritiklöst acceptera eventuella försäkringar om att aktieägarna ej drabbas. Det förefaller också motiverat att man begär att löntagarfondsutredningen får såväl friare händer som mera resurser för att på ett mera fullständigt och förutsättningslöst sätt studera den mycket komplicerade frågan om hur aktiekurserna påverkas av ett fondsystem.

### Referenser

- Axell, B., [1976], "Innebär Meidners förslag börskrasch och omedelbar socialisering", *Ekonomisk Debatt*, årg 4, nr 1
- Axell, B., Näslund, B., Ståhl, I., Ysander, B.-C., [1976], "Leder löntagarfonder till börskrasch? Fyra debattinlägg", *Ekonomisk Debatt*, årg 4, nr 4
- Bertmar, L., [1977], "Analys av olika system för bildande av skattekrediter", *SOU 1977:87*, Bilaga 3
- Boman, R., & Låftman, L., [1979], "Löntagarfonder och aktiemarknaden - en introduktion. Ingår i Löntagarna och kapitaltillväxten 2" *SOU 1979:9*, Stockholm
- Ståhl, I., [1976], "Leder löntagarfonder till börskrasch? En alternativ beräkning", *Ekonomisk Debatt* årg 4, nr 4
- [1979], "Löntagarfonder och aktiekursutvecklingen", *EFI, Working Paper*, Stockholm