

Löntagarfonderna och den fördelningsspolitiska bakgrunden

Löntagarfondsdebatten aktualiserar en lång rad fördelningsspolitiska frågor, bla de som avser de fördelningsspolitiska *verkningarna* av olika fondsystem. Jag har i ett annat sammanhang behandlat incidensfrågan – dvs effekterna på fördelningen av realinkomster i ekonomin – vid olika finansieringsalternativ.¹ Här skall jag i stället ta upp den fördelningsspolitiska *bakgrunden* till löntagarfondsdebatten. Även med denna begränsning är emellertid problemet komplicerat och mångdimensionellt. Vad avser förmogenhetsfördelningen har bakgrunden tidigare behandlats i denna tidskrift – i löntagarfondsdebattens början – av Bergström [1976]. Den har också fått en inträngande belysning av Spånt [1979], Spånt [1981] och Boman [1981]. Förutom till ovanstående författare kan hänvisas till löntagarfondsutredningens slutrapport [1981], avsnitten 5.4–5.5, där bla Spånts och Bomans arbeten sammanfattas.

Den bakgrund som ges av ovanstående författare kan kortfattat beskrivas på följande sätt. *För det första* utgör aktieförmogenheterna – alltså det förmogenhetslag som är av direkt relevans för fondfrågan – en blygsam del av hushållens totala förmogenhetsinnehav. 1975

utgjorde aktierna 5,4 procent av hushållens bruttotillgångar, allt räknat i marknadspriser.

För det andra är aktierna väsentligt mer snedfördelade än andra förmogenhetslag – exempelvis fastighetskapitalet. Sålunda ägde 1,3 procentenheter av de 11 procent av hushållen, som 1975 överhuvud innehade aktier, 74 procent av de hushållsägda aktierna. Denna bild torde inte i något väsentligt ha förändrats under senare år.

För det tredje har under 1970-talet aktieägandet institutionaliserats, såväl vad avser det slutliga ägandet av börsaktier (med avdrag för mellanhandsagarnas, bla investmentbolagens, innehav) som ägandet av den totala börsstocken. Mellan 1975 och 1979 sjönk sålunda hushållens andel bland de slutliga ägarna från 70 till 60 procent, medan andelen av det totala börsvärdet (alltså inklusive innehavet av bla investmentbolagsaktier) sjönk från 45 till 40 procent.

Den fördelningsspolitiska *värderingen* av den nu refererade bilden råder det naturligtvis delade meningar om – dock

Fil dr ANDERS KRISTOFFERSSON har varit expert i löntagarfondsutredningen. Han disputerade våren 1981 på en avhandling om löntagarfonder och deras finansieringssätt.

¹ Kristoffersson [1981]. Denna artikel är ett utflöde av mitt arbete med dessa frågor inom löntagarfondsutredningens sekretariat. Under våren 1981 pågick en process, där olika textförslag – kring de rakneexempel som återfinns i denna artikels senare del – utvaldes mellan sekretariat och kommitté. Det visade sig emellertid inte möjligt – inte helt oönskat – att få denna process att resultera i en skrivning som kunde accepteras av kommittén i dess helhet. Vid utarbetandet av denna artikel har jag givetvis haft stor nytta av de synpunkter som löpande framförts av kommitténs ledamöter och sakkunniga. Villy Bergström och, inom sekretariatet, Hans Edenhämmar, Rolf Eidem och Berndt Ohman, har framfört vardefulla synpunkter på en tidigare version.

i mindre grad än vad gäller de åtgärder som skall vidtas för att korrigera bilden. Aktiernas ringa andel av den totala förmögenhetsmassan i samhället innebär att åtgärder som påverkar aktieägandets fördelning har liten betydelse för den totala förmögenhetsfördelningens utseende – jämfört med exempelvis åtgärder som påverkar fastighetsvardena. Det fördelningspolitiska problemet minskas också av institutionaliseringen av aktieägandet, även om dennas exakta innebörd för konsumtionsfördelningen är oklar. Den kraftiga snedfördelningen av aktieägandet bland hushållen är dock ett faktum. Jag vill för min egen del vidare tillfoga det mer kvalitativa argument, som betonar aktiekapitalets strategiska roll för maktutövningen i samhället, särskilt vad gäller investeringsverksamheten i näringslivet (se exempelvis Meidner [1975] och Bergström [1976]).

Den aktuella problembakgrunden

Med de växande balansproblemen i svensk ekonomi – se exempelvis fondutredningens slutrapport [1981], avsnitten 5.1–5.3 – och i och med att ett "kapitalbildningsmål" införts i fonddebatten under senare år, har ovanstående bakgrund kommit att kompletteras. Fördelningsfrågan har därigenom kopplats på ett ganska direkt sätt till de aktuella problemen i svensk ekonomi. Jag delar här i princip Berndt Öhmans värdering (se hans artikel i detta nummer av *Ekonomisk Debatt*) att överväganden om olika mål för kapitalbildningen är problematiska som argument för permanenta fondsystem, såvida man inte ser kapitalbildningsproblemen som bestående. Dock föreligger i *dagens läge* ett problem i den meningen att den konkurrensutsatta sektorn är för liten och att investeringskvoten i denna sektor är för låg för att på lång sikt ge en tillfredsställande tillväxt i ekonomin.

Mot bakgrund av det just antydda ka-

pitalbildningsproblemet har en föreställning utbildats att detta realekonomiska problem är svårt att lösa, såvida inte snedfördelningen av aktieägandet korrigeras. Detta brukar i positiv form sammanfattas som att det gäller att få till stånd en (nödvändig) kapitalbildning i "fördelningsmässigt acceptabla former". I återstoden av denna artikel skall jag med hjälp av några räkneexempel ge en belysning av denna fråga.

Innan jag redovisar räkneexemplen kan det vara lämpligt att dels precisera den ekonomiska bakgrunden något, dels försöka klargöra innebörden i begreppet fördelningspolitisk "acceptans". Vad beträffar den ekonomiska bakgrunden kan utgångspunkten tas i de beräkningar kring näringslivets kapitalförsörjning under 1980-talet som förutom i fondutredningens huvudbetänkande redovisats i ett betänkande från Kapitalvinstkommittén [1980] samt i den senaste långtidsutredningen [1980]. Dessa räkneexempel visar på ett årligt "behov" av nyemissioner under 1980-talet i storleksordningen 2–4 miljarder kronor (i 1980 års penningvärde); var man mer exakt hamnar beror bl.a. på vilka antaganden man gör om soliditetsutvecklingen.²

Jämfört med 1970-talet fordras alltså en kraftig ökning av nyemissionsvolymen (och av nyemissionernas andel av företagens egna kapital). Detta fordrar i sin tur en förbättring av företagets lönsamhet – mätt exempelvis som den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt. Visserligen råder ett utbytesförhållande mellan finansiering genom vinstnedplöjning och genom nyemissioner – nyemissioner är ett alternativ till självfinansiering – men detta är en rent mekanisk relation. Mer grundläggande är att för att en viss nyemissionsvolym skall reali-

² För en redovisning av förutsättningar och av det villkorliga i denna typ av beräkningar hänvisas till ovannamnda arbeten.

seras fordras att aktiemarknaden har förväntningar om en viss lönsamhet i företagen.

Det är svårt att exakt ange den lönsamhetsnivå som fordras för att den ovan angivna nyemissionsvolymen skall komma till stånd, men en rimlig gissning är att denna nivå ligger i intervallet 5–7 procents real räntabilitet på eget kapital efter skatt i företagen. Därvid har antagits att avkastningskravet på riskfria placeringar ligger på 2 procent och att riskpremien ligger i intervallet 3–5 procent (se Eriksson–Södersten [1979], avsnitt 3.3, för en redovisning av riskmarginalens utveckling 1953–1976).

Vad är fördelningspolitisk "acceptans"?

Den "nödvändiga" lönsamhetsnivån enligt ovan ligger över den som gällt för 1970-talet; enligt vissa beräkningar i fondutredningens huvudbetänkande uppgick den genomsnittliga reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt till ca 2 procent under årtiondet.³ Det är i detta sammanhang som frågan om den fördelningspolitiska "acceptansen" aktualiseras. En lönsamhetsförbättring i företagen ger upphov till en förmögenhetsökning – via höjda börskurser – och till en inkomstförbättring för de nuvarande aktieägarna. Frågan om den fördelningspolitiska "acceptansen" gäller den spänning som antas råda mellan å ena sidan de krav på marknadsmässig ersättning som manifesteras på aktiemarknaden och å andra sidan de fördelningsambitioner (-restriktioner) som uttryckes på arbetsmarknaden och genom det politiska systemet.

Det förefaller lämpligt – antytt genom parenteserna ovan – att urskilja två formuleringar av denna målkonflikt. Den svagare innebär att en lönsamhetsförbättring i och för sig har negativa fördelningskonsekvenser, men att den inte får några realekonomiska effekter via ar-

betsmarknad och det politiska systemet. Den starkare varianten innebär att lönsamhetsförbättringen – just därför att den är fördelningspolitiskt stötande – framkallar, via lonebildning och ekonomisk-politiska krav, sådana realekonomiska effekter att lönsamhetsförbättringen omintetgöres. Jag skall i fortsättningen nöja mig med att ge en partiell belysning av den svagare formuleringen av hypotesen – partiell i den meningen att jag inte tar ställning till vad som är fördelningspolitiskt acceptabelt. Däremot avstår jag från att säga någonting om den starkare formuleringen, därför att detta skulle fordra dels en utförlig diskussion av det i sammanhanget helt fundamentala sambandet mellan vinster och löner, dels en explicit teori för det politiska beslutsfattandet.

Några invändningar

Det är möjligt att anföra åtminstone två invändningar mot att man över huvud taget talar om en spänning mellan kravet på marknadsmässig ersättning till riskkapitalet i företagen och fördelningspolitiska ambitioner. De första går ut på att det är egendomligt att tala om en avvikelse mellan en "fördelningspolitiskt acceptabel" lönsamhet och den lönsamhet som krävs för att den svenska ekonomin skall få en så stor konkurrensutsatt sektor att man vid fullt kapacitetsutnyttjande har jämvikt i bytesbalansen. Denna jämvikt är en nödvändig, om än inte tillräcklig, indikator på att det råder en överensstämmelse mellan konsumtions- och produktionsstruktur i den svenska ekono-

³ Den reala räntabiliteten har därvid beräknats schablonmässigt genom att den nominella räntabiliteten reducerats med förändringen i konsumentprisindex. Den nominella räntabiliteten på eget kapital efter skatt har i sin tur beräknats som vinsten före bokslutsdispositioner, minskad med faktisk skatt och latent skatt, beräknad som 50 procent av bokslutsdispositionerna, i förhållande till eget kapital, definierat inklusive 50 procent av obeskattade reserver.

min. Egendomligheten skulle bestå i att medborgarna i så fall ställer motstridiga krav på produktionssystemet, där man å ena sidan kräver en viss långsiktig utveckling av privat och offentlig konsumtion som fordrar en viss lönsamhet i och storlek på K-sektorn, å andra sidan inte är beredda att acceptera denna lönsamhet.

Detta förefaller vara en rimlig invändning; frågan är bara vilka slutsatser den medför. För min egen del tror jag att motstridiga krav från medborgarna – varför skulle det inte förekomma sådana? – inte kan elimineras enbart genom utbildningsinsatser från ekonomer, politiker och andra, utan att det också fordras institutionella förändringar.⁴

Den andra invändningen erkänner i och för sig en spänning mellan marknadsmässig ersättning till riskkapitalet och fördelningspolitiska krav. Däremot antas denna spänning inte ha någonting med ägarstrukturen att göra i den meningen att det inte finns någon anledning att tro att avkastningskraven på företagen kommer att förändras vid en ägandeförändring. Därvid antas att avkastningskraven antingen är i huvudsak internationellt bestämda genom avkastningen på nyinvesteringar i utlandet eller att nya ägargrupper – exempelvis löntagarfonder – kommer att formulera samma krav som de nuvarande ägarna.

Accepterar man den senare invändningen kvarstår, såvitt jag förstår, även här "bara" legitimitetsproblemet, alltså att den nuvarande ägarstrukturen – till skillnad från en hypotetisk framtida med jämnare fördelning och/eller större inslag av kollektivt ägande, – upplevs som orättvis. Huruvida denna upplevda orättvisa får några negativa realekonomiska effekter har då att göra med vilken tilltro man vill tillmäta den starkare formuleringen av hypotesen. Som jag tidigare har nämnt skall jag inte föra denna tankegång vidare.

Två synsätt

Därmed övergår jag till räkneexemplen och skall därvid tillämpa två alternativa synsätt, som belyser delvis olikartade frågor. I det första kopplas de fördelningsmässiga effekterna till den uppjustering av lönsamhet och börskurser som antas ske under *anpassningen* mot ett tillstånd med tillfredsställande lönsamhet och expansion i näringslivet. I det andra kopplas den fördelningspolitiska frågan till ett *tillstånd* där lönsamheten *varaktigt* befinner sig på den nivå som krävs för tillfredsställande expansion och riskkapitalförsörjning. Den första kalkylen belyser alltså vad som händer under en tänkt engångsanpassning mellan två olika jämviktsbanor, medan den andra kalkylen visar den fördelningsmässiga bilden när ekonomin befinner sig på en långsiktig jämviktsbana med tillfredsställande lönsamhet och expansion.

En kortsiktig kalkyl

En kvantitativ bedömning av effekterna på förmögenhets- och inkomstutveckling för aktieägarhushållen *vid en engångshöjning* av lönsamhetsnivån aktualiserar flera problem. Ett första gäller svårigheten att fastställa utgångsläget. Frågan är här vilka förväntningar om den framtida lönsamhetsnivån som manifesteras i det börsvärde som kan avläsas *innan* den (förväntade) lönsamhetsuppgången inträder. När val den i utgångsläget förväntade lönsamhetsnivån är känd uppstår nästa problem, nämligen att över-sätta en tänkt uppjustering i denna för-

⁴ Detta är naturligtvis ur vetenskaplig synvinkel bara en hypotes, som för övrigt ansluter till den starkare formulering av målkonflikten (se huvudtexten) som jag inte behandlar här. Kelvin Lancasters resonemang om den dynamiskt ineffektiva kapitalismen (Lancaster [1973]) förefaller ge en lampig analytisk ram för en diskussion av denna fråga – trots svårigheten att empirisk skarpt avgränsa Lancasters "kapitalister" och "lontagare".

väntade lönsamhetsnivå till en förändring i börskurserna.

Båda de nu nämnda problemen är utomordentligt svåra att behandla. Särskilt gäller detta det forstnämnda, där ett, vid en given tidpunkt, avläst börsvärde inte bara avspeglar långsiktiga lönsamhetsförväntningar utan även faktorer av mer kortsiktig natur. Till detta kommer inflytelser från utbudet av finansiellt kapital på aktiemarknaden; här kan pekas på den betydelse introduktionen av skattefondsparandet och andra förändringar av aktiebeskattningen förmodligen har haft på börskurserna under de sista två åren. En nedjustering av ägarernas avkastningskrav före skatt – så kan ju reformeringen av aktiebeskattningen tolkas – kan påverka börskurserna utan att förväntningarna om den framtida lönsamheten efter skatt i företagen förändras.

Ovanstående innebär att det är svårt att etablera en relation mellan det börsvärde som kan utläsas i utgångsläget och förväntningar om framtida lönsamhet. Till detta kommer så de problem som är förknippade med den andra frågan, nämligen vilken börskurshöjning som följer av en viss lönsamhetsförbättring. Detta medför att varje kalkyl måste bygga på en serie mer eller mindre osäkra antaganden av ad hoc-mässig natur. Det blir också naturligt att arbeta med ganska breda intervall vad gäller de olika antagandena.

Låt oss som utgångspunkt för kalkylen ta värdet av samtliga börsaktier vid utgången av 1979.⁵ Enligt fondutredningens huvudbetänkande (avsnitt 5.5.2) uppgick detta till 48 miljarder kronor. Som jag tidigare påpekat är det utomordentligt svårt att med någon säkerhet uttala sig om vilka långsiktiga lönsamhetsförväntningar detta börsvärde avspeglar. När jag väljer en lönsamhetsnivå på 2 procent realt efter skatt – alltså lika med genomsnittet för 1970-talet – är detta

emellertid inte helt gripet ur luften. Vid utgången av 1979 uppgick nämligen börsvärdet till ca 40 procent av de ingående företagens substansvärde mätt genom det justerade egna kapitalet (inkl hälften av obeskattade reserver). Detta uppgick vid 1979 års utgång till ca 110 miljarder kronor. Innebörden i en sådan avvikelser mellan substans- och börsvärde är att företagen inte klarar av att tillfredsställa aktiemarknadens avkastningskrav. Om man nu antar att det råder direkt proportionalitet mellan förändringar i real lönsamhet och börskurser är ett antagande om 2 procents lönsamhet förenligt med ett avkastningskrav på 5 procent ($0,4 \times 5 = 2$), alltså i underkanten på det tidigare angivna intervallet 5–7 procent.⁶

Låt oss nu anta att lönsamhetsförväntningarna av någon icke specificerad anledning justeras upp så att aktiemarknaden förväntar sig en bestående lönsamhet i framtiden på 6 procent – alltså mittpunkten i det ovan angivna intervallet. Dessa förändrade förväntningar antas få ett omedelbart genomslag på (den genomsnittliga) borskursen. För att förenkla kalkylen antas aktiemarknadens avkastningskrav och företagens utdelningsbeteende vara oförändrade.⁷

⁵ Genom valet av utgångstidpunkt blir kalkylen i viss mening overspelad, då enligt Affarsvareldens generalindex borskurserna – nominellt – steg med drygt 70 procent från början av januari 1980 till början av juli 1981.

⁶ Resonemanget är naturligtvis i hög grad ad hoc-mässigt och måste förses med några reservationer. För det första är substansvärdeberäkningar högst osäkra. För det andra implicerar antagandet om direkt proportionalitet mellan lönsamhets- och borskursförändringar – om man antar att utdelningsandelen är oförändrad – att företagen antas dela ut 100 procent av den reala vinsten efter skatt.

⁷ En skarpning av avkastningskraven dämpar kurshöjningen medan en höjning av utdelningsandelen förstärker kurshöjningen. Såvitt jag förstår finns det emellertid inga starka skal att tro att avkastningskrav och utdelningsbeteende påverkas, varför jag för enkelhets skull bortser från dessa sekundära effekter.

Tabell 1. Procentuell uppgång i borskursen vid en höjning av den reala räntabiliteten på eget kapital efter skatt från 1970-talets nivå (2 procent) till 6 procent.

A.	Inflationstakt	= 10	
A.1	Utdelningsprocent	= 35	109
A.2	Utdelningsprocent	= 25	167
B.	Inflationstakt	= 5	
B.1	Utdelningsprocent	= 35	201
B.2	Utdelningsprocent	= 25	327

Även med ovanstående förenkling är det inte självklart hur stor kurshöjningen blir. Ett enkelt svar är att en tredubbling av den reala räntabiliteten medför en tredubbling av borskursen, alltså en höjning med 200 procent. Ett sådant resonemang är emellertid problematiskt av två skäl. För det första är resultatet utomordentligt känsligt för vilket utgångsläge som väljes. Om räntabilitetsförväntningarna i stället skulle vara 1 procent blir höjningen 600 procent, medan ett utgångsläge på 3 procent ger en kurshöjning på 100 procent. För det andra kan man fråga sig om aktiemarknaden verkligen fungerar på det reala sätt som kalkylen förutsätter – alltså att marknaden justerar perfekt för förväntad inflation. Innebörden av resultatet, uttryckt i nominella termer – om inflationstakten antas uppgå till 10 procent – är att en höjning av den nominella räntabiliteten från 12 till 16 procent, alltså med drygt 30 procent, leder till en kurshöjning med 200 procent.

Med hänsyn till ovanstående invändningar är det lämpligt att komplettera den reala kalkylen med en kalkyl där inflationstakt, förräntningskrav och utdelningsbeteende explicit förs in. Därvid väljer jag att använda en klassisk aktievärderingsmodell, formulerad av Gordon och Shapiro [1956].⁸ I tabell 1 återges de procentuella förändringar i borskursen som följer av en räntabilitetshöjning upp till 6 procent från en räntabilitet i utgångsläget på 2 procent. I

tabellen redovisas resultat för några olika alternativ, där dessa skiljer sig åt beträffande de antaganden som görs om inflationstakt och företagets utdelningsbeteende.

Av tabellen framgår att en tredubbling av den reala räntabiliteten skulle medföra en uppgång i aktiekurserna i storleksordningen 110–330 procent. Den mycket stora spannvidden i resultat avspeglar känsligheten för de antaganden som görs om inflationstakt och utdelningsbeteende.⁹ Ju lägre inflationstakt och utdelningsandel antas vara desto större blir kurseffekterna. Vidare är de framräknade kurseffekterna – vilket ej framgår av tabellen – beroende av de antaganden som görs om ägarnas reala avkastningskrav på riskfria placeringar och om riskpremien. Sålunda innebär ett antagande om en riskpremie på 5 procent – i stället för de 3 procent som förutsatts i kalkylen – att kurshöjningen reduceras med 23, 54, 60 resp 144 procentenheter i alternativen A.1–B.2.

Ovanstående kalkyl ger alltså väsentligt annorlunda kurseffekter än den reala kalkylen, i det lägsta alternativet 109 procent och i det högsta 327 procent. Jag är inte beredd att försöka precisera var någonstans i detta breda intervall som

⁸ Modellen har följande utseende, nämligen

$$P = \frac{bR_E EK}{k - (1-b)R_E}$$

där P betecknar aktiekursen, b andel av vinst efter skatt som delas ut, R_E den nominella räntabiliteten på eget kapital efter skatt, EK eget kapital, k betecknar ägarnas avkastningsanspråk i nominella termer och antas i kalkylen bestå av tre delar, dels ett reall avkastningskrav på riskfria placeringar på 2 procent, dels en riskpremie på 3 procent, dels inflationstakten. Med de olika inflationsantagandena i tabellen innebär detta att k åsätts värdena 10 respektive 15 procent.

⁹ Enligt lontagarfundsutredningens slutrapport, avsnitt 5.3.4, tabell 5.15, uppgick under perioden 1971–1979 den genomsnittliga nominella räntabiliteten på eget kapital efter skatt i 59 borsföretag till 10,8 procent och utdelningarna i procent av eget kapital i genomsnitt till 3,2 procent, vilket ger en utdelningsandel på 0,296, alltså mitt emellan tabellens två alternativ.

det "sanna" värdet ligger. Därför kommer jag i den fortsatta kalkylen att arbeta med två alternativ, dels 100 procent, dels 200 procent.¹⁰

De börskurshöjningar som kalkylerna indikerar bör bedömas mot bakgrund av den sneda fördelningen av aktieägandet som jag redovisade inledningsvis. Men det är dessutom naturligt att relatera dem till vad som hänt historiskt. Med vilka tidsperioder jämförelsen skall göras kan det råda delade meningar om – och gör det också.¹¹ Jag väljer här 1970-talet som jämförelseperiod – dock med någon enstaka återblick till 1955.

Den sneda fördelningen av aktieägandet i utgångsläget innebär att en kurshöjning till stora delar faller på en mycket liten del av hushållen (liksom en kursnedgång). Jag illustrerar detta med en grov kalkyl avseende den del av aktieförmögenheten som omfattar aktier i börsföretagen.¹²

Som tidigare framgått värderades på börsen vid utgången av år 1979 aktierna i de svenska borsföretagen till ca 50 miljarder kronor, varav 40–45 procent innehades av hushåll, vilket ger ca 20–22 miljarder kronor. Av detta belopp faller ca 75 procent – alltså ca 15 miljarder kronor – på 1 procent av hushållen.

En höjning av den reala räntabiliteten till 6 procent skulle via kurshöjningen – på 100 respektive 200 procent – leda till en förmögenhetsökning med 15 respektive 30 miljarder kronor för denna grupp av hushåll. För det genomsnittliga hushållet i denna grupp – som 1975 innehöll 38 000 hushåll – skulle det innebära ökade förmögenheter med ca 395 000 respektive 790 000 kronor.

Låt oss nu se på den historiska utvecklingen, som sammanfattas i *tabell 2*, där de nominella och reala kursförändringarna för perioden 1955–1979 redovisas.

Av tabellen framgår att under 1970-talet sjönk aktierna i fast penningvärde med i genomsnitt 5,8 procent per år, vil-

ket betyder ca 45 procent på 10-årsperioden 1970–1979. 1979 års kursnivå behöver därmed höjas med 82 procent för att återställa realvärdet från 1970.¹³ I kapitaltermer har därmed det börsvärde på ca 15 miljarder kronor år 1979 som kan hänföras till den högsta procenten bland hushållen svarat mot ett börsvärde på ca 27 miljarder kronor tio år tidigare i 1979 års penningvärde.¹⁴ Dessa hushåll har därmed haft en kapitalförlust på detta aktieinnehav på 12,3 miljarder kronor under 1970-talet. För det genomsnittliga hushållet (i slutet av perioden) innebär det en minskad förmögenhet på 320 000 kronor under 1970-talet i fast penningvärde.

Ovanstående beräkningar har avsett situationen före hushållsbeskattningen. Tar man hänsyn till denna blir bilden den följande: Under 1970-talet uppgick den effektiva avkastningen – beräknad som summan av kursförändring och utdel-

¹⁰ Anledningen till att jag inte väljer ett högre alternativ beror dels på att ett sådant forutsätter en alltför låg utdelningsprocent, dels att den antagna riskpremien på 3 procent förmodligen ligger i underkant.

¹¹ Man kan naturligtvis också fråga sig vilken "real" betydelse den historiska utvecklingen har för den framtida utvecklingen på arbetsmarknaden och i utformandet av fördelningspolitiken. Denna stora fråga lämnar jag dock åt sidan.

¹² Av hushållens totala aktieinnehav på drygt 27 miljarder kronor år 1975 bestod ca 19 miljarder av aktier i börsföretag (Roland Spånt [1979]). Övriga aktier exkluderas från kalkylen, eftersom de värden som registreras på dessa inte utgörs av marknadsvärden. Då dessa aktier är mer snedfördelade än borsaktierna kommer den gjorda kalkylen att underskatta fördelningseffekten.

¹³ Noteras bör att ca halften av denna "återhämtning" redan skett: Av not 5 framgick att Affärsvärldens generalexindex har ökat med drygt 72 procent från början av 1980 till början av juli 1981. Med en förändring av konsumentprisindex med 22 procent ger detta en real kursförbättring på 41 procent. De senaste 18 månadernas utveckling innebär också att, den reala nedgången på 1,1 procent per år för perioden 1955–1979 "kompenserats" fullt ut.

¹⁴ Här bör observeras – vilket gäller för alla historiska jämförelser på aggregerat material – att den högsta procenten av aktieägarhushållen kan ha förändrats till sin sammansättning.

Tabell 2. Genomsnittlig årlig kursförändring, nominellt och realt, för samtliga på A-listan, borsnoterade aktier för perioderna 1955–1970, 1970–1979 samt 1955–1979. Procent.

	1955–1970	1970–1979	1955–1979
Nominell kursförändring	6,0	2,5	4,6
Real kursförändring	2,1	-5,8	-1,1

Källa: Svenska Handelsbanken: Avkastningen på börsnoterade aktier 1955–1979.

ningar enligt Svenska Handelsbankens metodik – realt före skatt till minus 1,8 procent per år i genomsnitt för börsaktier på A-listan. För det genomsnittliga hushållet i den behandlade kategorin har därmed efter skatt avkastningen legat kring minus 6 procent per år eller minus 45 procent under hela perioden 1970–1979. Vid en tänkt engångshöjning av börskursen med 100 respektive 200 procent skulle värdet på aktieinnehavet öka med samma procenttal realt före skatt på börsen. Om man antar att denna beskattas som tvåårsinnehav¹⁵ och med 85 procents marginalskatt erhålles en real uppgång efter skatt på 66 respektive 132 procent. För att *fullt ut* kompensera nedgången under 1970-talet krävs en uppgång med 85 procent.

Jag överlämnar med varm hand åt läsaren att bedöma den bild som ovanstående kalkyler utvisar och vill bära återigen framhålla osäkerheten i de gjorda beräkningarna vad avser de momentana effekterna på börskursen vid en lönsamhetsförbättring (indikerat genom de breda intervallen). Frågan gäller alltså hur man skall värdera den formögenhetsökning – hur stor den nu är – för en begränsad del av hushållen som inträffar vid en lönsamhetsförbättring till den nivå som torde krävas för en tillfredsställande industriell expansion under återstoden av 1980-talet.

En långsiktig kalkyl

Jag växlar nu synsätt och övergår till att illustrera frågan om den fördelningspolitiska acceptansen vid den lönsamhets-

nivå som krävs för tillfredsställande expansion och riskkapitalförsörjning.¹⁶ Liksom i slutet av den föregående kalkylen skall jag därvid ta hänsyn till skattesystemets inverkan – även om det i dagens läge råder oklarhet om hur skattesystemet under resten av 1980-talet kommer att se ut. Så har skett i den kalkyl som presenteras i *tabell 3*, där också inflationens betydelse illustreras. I tabellen redovisas den reala avkastningen på aktieplaceringar efter inkomstskatt, realisationsvinstbeskattning och förmögenhetsskatt för några olika typaktieägare¹⁷ vid olika antaganden om räntabiliteten i företagen.

Grundläggande för kalkylen är att den reala lönsamheten efter skatt i företagen vid långsiktig jämvikt antas bestämma den reala avkastningen före skatt för hushållen. Hushållen tillgodogör sig denna reala avkastning dels genom utdelningar, som blir föremål för inkomstbeskattning, dels en värdestegring som beskattas när den realiserar. I kalkylen antas direktavkastningen i form av utdel-

¹⁵ Detta innebär att 40 procent av värdestegringen beskattas. Har förutsatts alltså – vilket kan diskuteras – att aktieägarna tillgodogör sig värdestegringar genom försäljning och omsättning av aktieportföljerna. Ett annat alternativ är att de behåller aktierna men belånar dem och på så sätt realiserar värdestegringen.

¹⁶ Under kommittéarbetet foreslogs och utarbetades ett första utkast till denna kalkyl av ledamoten Anders Rottorp, SAF.

¹⁷ Valet av typaktieägare blir alltid i viss mån godtyckligt. Lasaren uppmärksammas särskilt på de inkomstförhållanden som förutsatts genom valet av marginalskattesatser. Huruvida valet är rimligt är en empirisk fråga som jag inte haft möjlighet att närmare studera.

ning uppgå till 4 procent på det egna kapitalet.

Vad gäller värdestegringen antar jag att denna löpande realiserar efter två års aktieinnehav vilket innebar att 40 procent av värdestegringen beskattas med marginals-katten efter ett avdrag på 3 000 kronor. Utdelningarna antas beskattade med marginals-katten efter ett 30-procentigt avdrag för utdelningar upp till 7 500 kronor. Dessutom utgår för tabellens "storaktieägare" formögenhetsskatt på aktiernas värde vid årets slut enligt gällande regler. Därvid antar jag att dessa hushåll saknar andra skattepliktiga formögenheter.

Av tabellen framgår den kombinerade inverkan av skattesystem och inflation på den reala avkastningen efter skatt för tre olika grupper av aktieägare. För storaktieägaren gäller sålunda att även en sådan relativt hög real räntabilitet på eget kapital som 6 procent ger en negativ realavkastning. Däremot är realavkastningen med ett undantag positiv för de båda andra typaktieägarna för de i exemplet angivna räntabilitetsnivåerna.

Förklaringen till resultaten ovan ligger naturligtvis i de skilda marginals-katterna för de olika grupperna men också i det faktum att enbart storaktieägaren betalar förmögenhetsskatt. Dessutom är lindringen av utdelningsbeskattning och realisationsvinstbeskattning genom existensen av schablonavdrag relativt sett mer värdefull för aktieägare med mindre aktieinnehav än för aktieägare med större innehav. Sålunda betalar 10 000-kronors-aktieägaren med de gjorda antagandena över huvud taget ingen realisationsvinstskatt.

Vid ovanstående kalkyl har jag förutsett att ingen av de olika typaktieägarna utnyttjat de möjligheter till belåning som är förknippade med aktieinnehav. Belåning av aktier höjer visserligen den finansiella risken för ägarna men representerar samtidigt en möjlighet att via

hävstångseffekten höja avkastningen på den egna kapitalinsatsen. Belånings-möjligheterna torde vidare vara väsentligt större för individer med stora aktieinnehav än för mindre aktieägare.

En enkel kalkyl visar att hävstångseffekterna i vissa fall kan vara högst betydande. Antagandena är som tidigare. Vidare förutsatts att lånerantan uppgår till 12 procent, inflationen till 10 procent och belåningsgraden till 25, 50 och 75 procent.

För storaktieägaren kommer vid en real räntabilitet i företagen på 2 procent den egna realavkastningen efter skatt att stiga från -5,2 procent till -3,5, 0,0 och 10,0 procent, beroende på belåningens storlek. Motsvarande siffror vid en real räntabilitet på 6 procent blir 0,0, 5,2 och 20,5 procent, vilket ska jämföras med -2,6 procent i fallet utan belåning.

Som en jämförelse redovisar jag även motsvarande kalkyler för de båda andra typaktieägarna. För mellanaktieägaren blir den egna avkastningen vid en real räntabilitet på 6 procent 5,9, 12,4 och 31,8 procent, vilket kan jämföras med 2,7 procent utan belåning. För småaktieägaren, slutligen, höjer belåningen avkastningen från 4,3 procent till 7,5, 13,8 och 32,9 procent, vid en real räntabilitet på 6 procent.

Utan att man närmare undersöker belåningsgraden för olika aktieägarhushåll är det inte möjligt att dra några mer långtgående slutsatser på grundval av ovanstående räkneexempel. Kanske är det ändå så - detta är naturligtvis bara en hypotes - att möjligheterna till belåning kan vara en inte oväsentlig förklaring till att privatpersoner inte i högre grad än vad som skett sålt ut sina aktieinnehav under 1970-talet.

Tabell 3. Real avkastning på aktieplaceringar efter inkomstskatt, realisationsvinstbeskattning och förmogenhetsskatt för olika typaktieägare vid 2, 4 och 6 procents real räntabilitet på eget kapital efter skatt i företagen. Procent.

		Real räntabilitet på eget kap efter skatt		
		2	4	6
Storaktieägare (1 miljon kronor i aktier, 85 % i marginalskatt)	Inflation = 5 %	-3,5	-2,2	-0,9
	Inflation = 10 %	-5,2	-3,9	-2,6
Mellanaktieägare (100 000 kronor i aktier, 75 % i marginalskatt)	Inflation = 5 %	-0,1	+1,9	+3,9
	Inflation = 10 %	-0,2	+1,4	+2,7
Liten aktieägare (10 000 kronor i aktier, 60 % i marginalskatt)	Inflation = 5 %	+0,3	+2,3	+4,3
	Inflation = 10 %	+0,3	+2,3	+4,3

Avslutning

Liksom vid den kortsiktiga ojämvikt-kalkylen skall jag inte göra något försök att värdera resultatet av den långsiktiga jämvikt-kalkylen. Det bör dock påpekas att även den senare kalkylen är behäftad med osäkerhet i den meningen att exempelvis valet av skattesystem kan diskuteras.

Avslutningsvis skall jag i stället kort kommentera relevansen av de båda slagen av kalkyler. Mot den kortsiktiga kalkylen kan invändas att den är irrelevant för fondfrågan, därför att denna frågas lösning ligger så långt i framtiden att ett införande av löntagarfonder – eller kanske snarare förväntningar om ett införande – inte skulle påverka kalkylresultatet. Detta kan förefalla som en rimlig invändning men jag tror att kalkylen – jag bortser här från alla de osäkerheter den är behäftad med – har en mer generell giltighet än så. Man kan ju nämligen tänka sig framtida ojämviktssituationer som liknar den vi har i dag med otillfredsställande lönsamhet och för låg investeringskvot. Frågan är vad den institutionella uppsättningen och ägarstruk-

turen då betyder för möjligheten att åstadkomma en anpassning mot långsiktig jämvikt.

En tänkbar slutsats av den långsiktiga kalkylen är att det inte föreligger något fördelningspolitiskt problem vid de lönsamhetsnivåer som är förenliga med tillfredsställande expansion i näringslivet. Mot detta kan invändas att i ett sådant läge är fördelningspolitiken över huvud taget mindre kontroversiell och spänningarna mindre. I dag befinner vi oss inte i det läget utan i stället i den situation som förutsätts i den kortsiktiga kalkylen.

Referenser

- Avkastning på borsnoterade aktier 1955-1979, Svenska Handelsbanken 1980
- Bergstrom, V. [1976], "Formogenhetsutjämning och maktspredning", *Ekonomisk Debatt*, årg 4, nr 1
- Boman, R. [1981], "Agande och inflytande i de svenska börsföretagen under 1970-talet", bilaga till löntagarfondsutredningens slutrapport
- Eriksson, G. och Sodersten, J. [1979], "Industrins finansiering och tillgångsstruktur", i *Kalkyler för 80-talet*, specialstudier för UI:s långtidsbedömning 1979, del 2
- Gordon, M. och Shapiro, E. [1956], "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit", *Management Science*, okt

- Kristoffersson, A, [1981], "Löntagarfonders finansiering och incidens", avhandling vid Uppsala universitet (publiceras som bilaga till löntagarfundsutredningens slutrapport hosten 1981)
- Lancaster, K, [1973], "The Dynamic Inefficiency of Capitalism", *Journal of Political Economy*, vol 81
- SOU 1981: 44, *Lontagarna och kapitaltillväxten 5*, slutrapport från löntagarfundsutredningen
- SOU 1980: 52, *Långtidsutredningen 1980*
- Meidner, R, [1975], *Löntagarfonder*, Tiden
- Spånt, R [1979], "Den svenska formogenhetsfordelningens utveckling" i *Lontagarna och kapitaltillväxten 2*, SOU 1979: 9
- [1981], Bilaga till löntagarfundsutredningens slutrapport (titel ej fastställd; publiceras hosten 1981)
- Stimulans av aktiesparandet*, delbetänkande av Kapitalvinstkommittén, DS B 1980. 1