

Bör aktiemarknaden skrotas?*

Svensk ekonomisk-politisk debatt visar tidvis tecken på dålig förståelse för vilken roll aktiemarknaden spelar i vår ekonomi. Författaren diskuterar vilka funktioner en decentraliserad kapitalmarknad — och särskilt en aktiemarknad — fyller, samt vilka, "hot" som idag finns mot aktiemarknadens överlevnad.

Den ekonomisk-politiska debatten har under senare år berört många frågor med vittgående konsekvenser för marknads-ekonomins vara eller icke vara. Ofta har man i debatten inte klargjort de olika förslagens möjligheter att bevara en decentraliserad ekonomi. Särskilt olika förslags verkningar på kapitalmarknaden har glömts bort i debatten. Ett exempel är debatten om löntagarfonder, där en konsekvens av det s k Meidnerska förslaget är, att aktiemarknaden i nuvarande form upphör.¹ Om aktiemarknadens vara eller icke vara är en av konsekvenserna av olika ekonomisk-politiska förslag måste en viktig fråga vara vad betydelsen är av en aktiemarknad. Behöver vi en aktiemarknad? Jag skall i denna artikel behandla en kapitalmarknads roll i en marknadsekonomi. Särskild tonvikt kommer att läggas vid aktiemarknaden och speciellt den s k andrahandsmarknadens betydelse.

GABRIEL URWITZ har en PhD från Carnegie-Mellon University, och var under förra läsåret Assistant Professor vid Columbia University. Han är numera anställd vid Skandinaviska Enskilda Banken i Stockholm. Hans vetenskapliga verksamhet har främst rört kapitalmarknadsteori och företagsfinansiella problem.

Aktiemarknaden som kapitalförsörjare

Traditionellt anses aktiemarknadens uppgift vara "att som en del av kapitalmarknaden vara ett instrument för förmedling av riskvilligt kapital".² Dvs aktiemarknaden ser till, att riskvilligt kapital fördelas på de mest produktiva investeringarna. Denna syn är dock inte helt riktig, eftersom påståendet i strikt mening endast gäller i en värld under säkerhet.³ Jag kommer nedan att förklara detta mera ingående.

I princip kan man säga, att kapitalmarknaden (av vilken aktiemarknaden utgör en delmarknad) fullgör två funktioner i en ekonomi, dels en real, dels en finansiell. Den reala funktionen är att underlätta flödet av reala resurser från långgivare till låntagare. Långgivaren avstår sin köpkraft till någon som vill skaffa sig reala resurser för att investera i en

* Harry Flam, Johan Myhrman och Arne Ögren har bidragit med värdefulla synpunkter. De åsikter som redovisas i artikeln är mina egna.

¹ På sikt medför Meidnerförslaget att fackför- eningsrörelsens kollektiv skulle bli de helt dominerande ägarna hos börsföretagen, vilket rimligen måste innebära slutet på den nuvarande fria aktiemarknaden. Se Lindbeck [1976 a, 1976 b och 1976 c] för liknande slutsats.

² Forsgårdh—Hertzen [1975, s 115].

³ Jag kommer att använda termerna "osäkerhet" och "risk" synonymt.

produktion, som skall ge möjlighet till ökad framtida konsumtion. Ju produktivare låntagaren är desto mer framtida konsumtion skapas. Den finansiella funktionen är att göra det möjligt för individer att ändra sitt konsumtionsmönster över tiden. Individen kan flytta fram sin konsumtion genom att låna ut sin köpkraft eller öka sin nuvarande konsumtion på bekostnad av sin framtida genom att låna.⁴

Vi kan även se den finansiella funktionen från producentens sida. Antag, att jag tänkte starta ett företag. Jag blir då fastlåst i ett visst konsumtionsmönster, som beror på företagets avkastning, vilken i sin tur beror på vilka framtida förhållanden som kommer att gälla. Om det finns tillgång till en aktiemarknad kan jag sälja del av eller hela företaget och på så sätt få möjlighet till ett konsumtionsmönster, som överensstämmer med mina preferenser. Denna möjlighet kan visa sig vara helt avgörande för såväl vilja som förmåga att starta företaget.

En av aktiemarknadens uppgifter är alltså att "slussa" kapital till de mest produktiva reala investeringarna, den reala funktionen. Denna funktion kan alltså endast gälla nyemissionsmarknaden, eftersom övriga aktietransaktioner inte tillför företagssektorn kapital för reala investeringar. Vad fyller då den sk andrahandsmarknaden (marknaden för redan emitterade aktier och obligationer) för funktion? Dess främsta funktion (och detta gäller både i en värld av säkerhet och osäkerhet) är att skapa likviditet. Om det inte funnes någon andrahandsmarknad skulle den som en gång köpt nyemitterade aktier vara fastlåst i det konsumtionsmönster som den ursprungliga investeringen innebar. Det skulle inte gå att sälja ut helt plötsligt för att kunna öka sin konsumtion eller ändra sin portfölj av finansiella tillgångar. Denna likviditetsfunktion är viktig för nyemissionsmarknaden. Vi kan jämföra med tex

bilmarknaden. Det är uppenbart, att existensen av en marknad för begagnade bilar påverkar konsumenternas möjlighet och benägenhet att köpa nya bilar, och på i princip samma sätt har andrahandsmarknaden betydelse för nyemissionsverksamheten.⁵

Aktiemarknaden som riskfördelare

Jag har ovan diskuterat en kapitalmarknads roll i en ekonomi, där säkerhet råder. Först när vi introducerar osäkerhet är det meningsfullt att tala om en separat aktiemarknad. I en osäker värld kommer nämligen kapitalmarknaden att sönderfalla i olika delmarknader (tex aktie- och obligationsmarknad), som skiljer sig åt i riskhänseende. Under osäkerhet blir dessutom aktiemarknadens roll mera komplex, dels är den reala funktionen (slussa kapital till de mest produktiva reala investeringarna) mer komplicerad, dels kommer aktiemarknaden att fullgöra en ny och viktig funktion, *riskspridning*.

Att köpa en aktie är nu detsamma som att köpa en "villkorlig fordran". Fordran är villkorlig i så motto, att dess avkastning beror på vad som händer i framtiden. Låt mig närmare precisera vad jag menar! Vi kan tänka oss en värld, som bara består av två perioder, "i dag" och "i morgon". I dag vet vi inte exakt vad som kommer att hända i morgon men vi vet, att världen kan anta ett av flera tänkbara "naturtillstånd". Osäkerheten gäller alltså vilket naturtillstånd som kommer att råda i världen. Antag, att bara två saker kan hända: det kan bli 1) regn eller 2) sol. Verkligheten består givetvis inte av två åtskilda naturtillstånd utan av oändligt många tänkbara tillstånd. Principiellt är dock inte skillnaden så stor

⁴ Resonemanget bygger på traditionell sk Fisheriensk analys. Se Hirshleifer [1970, kap 2] eller Fama-Miller [1972, kap 1—2].

⁵ Troligtvis är betydelsen större för aktier än för bilar av en andrahandsmarknad, eftersom aktier är homogenera.

mellan en två-tillstånds värld och en värld med tusentals tänkbara tillstånd.

Låt oss återgå till vårt exempel: Antag, att vi nu köper aktier i vardera en paraplyfabrik (Firma P) och en badbyxproducent (Firma B). Aktiernas framtida utdelning i kronor är följande:

Firma	Naturtillstånd	
	sol	regn
Paraplyfabriken (P)	5	100
Badbyxproducenten (B)	150	0

Osäkerheten gäller vilket naturtillstånd, som kommer att gälla. Givet ett visst tillstånd är utdelningen för respektive firma helt bestämd. Om det blir regn kommer det att säljas många paraplyer och Firma P ger hög utdelning medan Firma B inte ger någon utdelning alls. Blir det sol gäller i stort sett motsatta förhållanden.

Detta lilla exempel illustrerar vad som menas med att en aktie är en villkorlig fordran. Vi kan se varje företag som ett lotteri. Innan dragning sker för varje lot-

"Ibland anklagas aktiemarknaden för att vara ett lotteri i negativ mening ('kapitalisternas Solvalla') . . . Denna sorts kritik förbiser ett fundamentalt faktum, nämligen det, att den värld vi lever i är ett lotteri!"

teri (företag), dvs innan vi vet vilket naturtillstånd som kommer att gälla finns ett antal vinster som var och en har en viss sannolikhet. I exemplet finns det bara två lotterier och två tänkbara naturtillstånd. Om jag köper en lott (aktie) i lotteri (Firma) P så kan jag vinna antingen 5 eller 100. Om vi hade flera tänkbara naturtillstånd än sol och regn skulle både lotteri (Firma) P och B ha fler tänkbara vinster (som givetvis kan vara negativa också).

Vi noterade ovan att i en värld utan osäkerhet fullgör kapitalmarknaden en finansiell funktion. En individ kunde i

princip ändra sitt konsumtionsmönster över tiden genom att investera i olika finansiella instrument. Under osäkerhet vill vi inte bara ha ett visst konsumtionsmönster utan vi vill också ha möjlighet att gardera oss mot den osäkerhet som finns. Det har visat sig, att de flesta människor vill "undvika" osäkerhet, dvs är villiga att betala för att slippa osäkerhet.⁶ Aktiemarknaden hjälper till att fylla denna *riskspredningsfunktion*. Jag kanske tror, att det är 35 procent chans för sol och 65 procent chans för regn men jag vet inte med säkerhet vad som kommer att hända. Genom att köpa aktier i både Firma P och B kan jag gardera mig mot denna osäkerhet. Köper jag aktier i båda företagen kommer jag att få en viss utdelning (inkomst) oberoende av vad som händer.⁷

Ibland anklagas aktiemarknaden för att vara ett lotteri i negativ mening ("kapitalisternas Solvalla"). Aktiehandel är spekulation och spekulation är ofta förknippat med något fult eller dåligt. Denna sorts kritik förbiser ett fundamentalt faktum, nämligen det, att den värld vi lever i är ett lotteri! Morgondagen är osäker, och vi vet inte vad som kommer att hända utan kan bara ha en sannolikhetsfördelning (odds) över tänkbara tillstånd. Möjligheten att kunna spekulera för att gardera sig mot risk är viktig och samhällsnyttig i en osäker värld. Men förutsättningen för att några individer skall kunna *avlasta* sig risk är, att andra individer ("spekulanterna") är beredda att (mot betalning) *påta* sig denna risk. Vi

⁶ Ett exempel är försäkringsväsendet. En direkt illustration på riskaversion är följande exempel. Antag, att vi singlar en slant. Om krona kommer upp vinner vi 10 000 kronor, om klave kommer upp förlorar vi 10 000 kronor. Den förväntade vinsten är alltså 0 kronor. De flesta personer skulle nog inte singla slanten, och tom vara villiga att betala något för att få slippa vara med i detta spel. Orsaken till detta beteende är att möjligheten att förlora 10 000 kronor väger tyngre än möjligheten att vinna 10 000 kronor.

⁷ Om riskaversion se Arrow [1968, kap 3].

kan betrakta risk som en vara som köps och säljs på en marknad som alla andra varor. Det är av stor vikt för en ekonomi, att denna vara fördelas på ett lämpligt sätt över medborgarna.⁸

Kapitalbildningen och aktiemarknaden

I den allmänna debatten brukar ofta aktiemarknadens reala funktion betonas, dvs vikten av en decentraliserad kapitalmarknad för kapitalbildning och resursfördelning. En fri aktiemarknad (och obligationsmarknad) är den mest decentraliserade formen av kapitalhushållning. Motsatsen till denna decentraliserade form är ett samhälle med socialiserat sparande och ett centraliserat kapitalinstitut i form av ett kreditinstitut med monopol på långivning och riskvilligt kapital.

Jag skall här något beröra vikten av en decentraliserad kapitalmarknad för investeringsverksamheten. Antag, att jag är en företagare, som behöver kapital till ett investeringsprojekt. Om jag har möjlighet att vända mig till en aktiemarknad för kapitalanskaffning innebär detta, att tusentals individer kommer att bedöma mitt projekt. Tillgången på kapital kommer att bero på dessa individers bedömning. Om vi har en helt centraliserad kapitalmarknad kan vi tänka oss ytterlighetsfallet, att en enda individ kommer att bedöma om mitt projekt skall genomföras eller ej. Aktiemarknaden ger en "objektiv" bedömning av tänkbara reala investeringar i så motto att tusentals individer (både de som beslutar att köpa aktier och de som beslutar att *inte* köpa aktier) deltar med all den kunskap de har i bedömningen av projekten.⁹ I värsta fall kommer en centraliserad kapitalmarknad leda till en totalt "subjektiv" bedömning i så motto att en enda person gör investeringsbeslutet. Ett exempel, som delvis illustrerar detta resonemang är Stålverk

80. Detta projekt hade ursprungligen beslutats på politisk väg och finansierats med skattemedel. Den politiska beslutsprocessen är dock mycket indirekt och det finns ingenting som garanterar att politiska beslut leder till en optimal fördelning av kapital, åtminstone inte på enskild projektbasis. Stålverk 80 hade av flera oberoende ekonomer anklagats för att vara en samhällsekonomisk felsatsning. Utformning, beslutsfattande och finansiering följde i stort sett ett centraliserat mönster. Om man hade velat ha ett verkligt decentraliserat beslut om Stålverk 80 hade man kunnat tänka sig en finansiering över aktiemarknaden sedan staten garanterat vissa subventioner. Vi skattebetalare hade kunnat inbjudas att individuellt teckna aktier i Stålverk 80 och kunnat få avräkna det tecknade beloppet mot vår inkomstskatt.¹⁰ Detta skulle inneburet ett skattefinansierat Stålverk 80 precis som tidigare men själva beslutet om projektet skulle ha decentraliserats ner till verklig "gräsrotsnivå".

Renhållningsfunktionen

Aktiemarknaden ger inte bara ett decentraliserat investeringsbeslut utan den ger också en kontinuerlig värdering av redan beslutade och genomförda investeringsprojekt. Detta inbegriper själva projektet som sådant och skötseln av projektet (företagsledningen). Aktiekursen speglar marknadens värdering av ett företag givet

⁸ Ovan sade jag, att aktiemarknadens roll som optimal fördelare av riskvilligt kapital inte galler generellt i en ekonomi under osäkerhet. Det går att visa, att i en ren konkurrensökonomi under osäkerhet ett tillräckligt villkor för att en allmän jämvikt också skall vara pareto-optimal är, att det finns lika många (oberoende) aktier, som tänkbara naturtillstånd.

⁹ Se längre ned i artikeln om en aktiemarknads effektivitet.

¹⁰ Eftersom Stålverk 80 omfattade ett flertal oberoende projekt hade man kunnat tänka sig att skattebetalarna fick teckna aktier i varje oberoende projekt. Detta skulle öka flexibiliteten i beslutsprocessen.

den information, som finns att tillgå.¹¹ Om ett företags aktiekurs sjunker i förhållande till marknadsgenomsnittet, kan två orsaker mycket schematiskt sägas vara:

- 1) dålig företagsledning och/eller
- 2) dåligt projekt.

Om en dålig företagsledning är orsak till ett företags relativa kursförluster ger aktiemarknaden möjlighet till så kallade "take overs", dvs företaget kan köpas upp av nya ägare med ny företagsledning med större kompetens. I USA och England är "take overs" en vanlig företeelse men även i Sverige förekommer det. Utan en aktiemarknad är denna renhållningsfunktion svår att få, åtminstone under decentraliserade former. Det har visat sig, att

"Som ekonom skulle man helst vilja se att företagen delade ut så mycket som möjligt, så att marknaden kontinuerligt fick ta ställning till nya investeringar genom nyemissioner.

en aktiemarknad är ett ytterst effektivt informationssystem, där aktiepriserna speglar all information, utom möjligtvis "insider"-information på ett opartiskt sätt. Överhuvudtaget alla kapitalmarknader med många deltagare är ytterst effektiva uppsamlare och värderare av information vars motsvarighet det torde vara svårt att uppnå under mer centraliserade former.

Hot mot aktiemarknaden

Jag har i denna artikel försökt visa, att en aktiemarknad fyller en avgörande roll i en decentraliserad ekonomi. Utan någorlunda fria kapitalmarknader är det frågan om vi kan fortsätta vårt nuvarande ekonomiska system: "Flertalet icke-ekonomer tenderar, tror jag, att ta decentralisering av beslutsfattande och den

därmed sammanhängande pluralismen som någonting givet, som inte behöver förklaras. Det är emellertid viktigt att inse, att denna decentralisering och pluralism i stort sett ligger inbyggd i organisationen av vårt ekonomiska system."¹²

Det finns idag flera "hot" mot en decentraliserad kapitalmarknad och kanske framförallt mot aktiemarknaden: Löntagarfonder, AP-fonden och olika skatte regler.

Löntagarfonder. Det har under senare år förts en relativt häftig debatt om någon form av transferering av kapitalavkastning och kapital från nuvarande kapitalägare till löntagarna. Det har föreslagits två olika system. Det ena, Meidnerfonderna, innebär att löntagarna kollektivt genom fackföreningarna skall bli kapitalägare. Det andra systemet innebär någon form av individuellt ägda löntagaraktier. På sikt kommer troligtvis Meidnerfonderna medföra slutet på aktiemarknaden i nuvarande form. Ett system med individuellt ägda löntagaraktier skulle däremot vara helt förenligt med en aktiemarknad av nuvarande form.

En fråga som emellertid helt kommit bort i löntagarfonddebatten är aktiemarknadens roll som riskfördelare. När man tar ett jobb gör man en riskfylld investering (skaffar sig bostad nära jobbet, företagsspecifik utbildning etc) och man får bära en förlust om företaget går dåligt och man mister jobbet (sälja bostaden för att flytta, skaffa sig ny utbildning). Av detta skäl finns det anledning att sprida sina risker genom att placera sina finansiella tillgångar i aktier i *andra* företag än det där man är anställd eller i premieobligationer o dyl. Individuella löntagaraktier i det egna företaget skulle sannolikt leda till sådana omplaceringar, dvs

¹¹ För sambandet mellan aktiekurs och information hänvisas till den så kallade "efficient markets"-litteraturen. Bästa referens är Fama [1976]. På svenska finns Forsgårdh—Hertzen [1975].

¹² Lindbeck [1976 d].

Tabell 1

AP-fondens andel av (i %):

År	Kreditmarknaden	Kapitalmarknaden
1960	9	11
1965	31	38
1970	44	51
1973	32	55
1975	22	35
1976	29	44

AP-fondens andel av näringslivets långfristiga finansiering, obligations- och förlagslån (i %):

1973	82
1974	64
1975	47
1976	56

Källa: Sveriges Riksbank Förvaltningsberättelse 1974—1976. B J Sjönander, "AP-fonden och kapitalmarknaden". Handelsbankens Småskriftserie, nr 5, 1974.

de anställda kommer att sälja ut sina aktier i företaget för att istället köpa aktier i andra företag (i andra branscher). Detta kan synas föfela ett av syftena med löntagarfonder, att säkerställa inflytande i det egna företaget. Löntagarna har dock möjlighet att slå sig samman och bilda investmentbolag à la läkarnas och tandläkarnas Collector och på så sätt utöva sitt inflytande på bolagsstämman. Det direkta inflytandet över sin egen arbets-situation kan klaras av utan löntagarfon-der genom medbestämmandelagen och kollektivavtal.

AP-fonden. Som vi ser i tabell 1 så har AP-fonden en helt dominerande ställning på den svenska kapitalmarknaden. AP-fondens andel av kapitalmarknaden ligger på ca 50 procent. Det är helt uppenbart att denna koncentration måste snedvrída kapitalmarknadens verknings-sätt.¹³ Genom den allt högre koncentra-tionsgraden på den svenska kapitalmark-naden försvinner förutsättningarna för att marknadsmekanismen skall kunna fun-gera. Vill man bevara någorlunda fria kapitalmarknader, där relativt fristående och "små" köpare och säljare möts bör någon form av vidareuppdelning ske av

AP-fonderna. Detta kan ske utan att ATP-reformen på något sätt påverkas.

Skatteregler. Det finns för närvarande främst två regler inom beskattningsom-rådet som har en snedvridande och häm-mande effekt på aktiemarknaden. Det ena är att realisationsvinster på aktier beskattas betydligt hårdare än reala tillgångar som hus, konst etc. Aktier beskattas även hårdare än obligationer, där reavinster är helt skattefria efter fem år. Vill man be-hålla en aktiemarknad är det viktigt, att man inte "straffbeskattar" aktieinveste-ringar, utan gör beskattningen neutral mellan åtminstone olika kapitalmark-nadsinstrument och helst också gentemot andra tillgångar. Den nuvarande aktie-vinstbeskattningen verkar vara, dels ett led i förmögenhetsutjämningspolitiken, dels en följd av en allmän syn på aktie-hantering som något fult — spekulation. Det är tveksamt om den nuvarande ak-tievinstbeskattningen verkligen bidrar till en förmögenhetsutjämning. Snarare kan den verka för ökade ojämnheter, efter-som det troligtvis är lättare för de mer

¹³ Detta betyder inte att AP-fonden på något sätt missköter sig, utan är bara ett resultat av blockbildning på kapitalmarknaden.

förmögna att "bolla" med sina portföljer för att undvika skatt. Vad spekulatören beträffar har denna artikel försökt visa att en sådan aktivitet är en normal och samhällsekonomisk riktig verksamhet i en värld under osäkerhet.

Det andra skatteproblemet för aktiemarknaden är den dubbelskattning som sker av aktieutdelningar. Räntan på obligationer och förlagslån ses som en kostnad för det använda kapitalet medan däremot utdelning på aktier ej betraktas som kostnad och därmed inte är avdragsgill för företagen. Oberoende av vad som rättsligt är rätt eller fel är det en från ekonomisk synpunkt helt omotiverad dubbelbeskattning. På samma sätt som för reavinstbeskattningen har utjämningssträvanden spelat in. Även här är det tveksamt om beskattningen verkligen främjar utjämningen. Dessutom är det med dagens marginalsatser beloppsmässigt sett små skillnader i skatteintäkter mellan system med slopad och bevarad dubbelbeskattning. Som ekonom skulle man helst vilja se, att företagen delade ut så mycket som möjligt, så att marknaden kontinuerligt fick ta ställning till nya investeringar genom nyemissioner. Principiellt skulle detta kunna gå till så att aktieutdelningen gjordes avdragsgill i företagsbeskattningen och att man fick avdrag på den personliga skatten om mottagna utdelningar återinvesterades i nyemissioner.

Slutkommentar

Syftet med denna artikel var att belysa aktiemarknadens roll i en marknadsekonomi. Om svenska folket beslutar, att de i princip vill ha en decentraliserad marknadsekonomi, då betyder detta att vi bör sträva efter att ha någorlunda fria kapitalmarknader. Detta betyder inte, att vi måste acceptera en ojämn förmögenhets- och maktfördelning men att vi måste sträva efter lösningar på den ojämna fördelningen, som bibehåller det decentraliserade ekonomiska systemet.

För att bevara och förbättra vår kapitalmarknad finns det flera saker som kan göras. Jag har här pekat på några områden där omedelbara åtgärder kan sättas in. På längre sikt måste man sträva efter att bredda ägandet av aktier och motverka de nuvarande koncentrationstendenserna. Här har vinstandelssystem och löntagaraktier en stor funktion att fylla.

Referenser

- Arrow, K. J., [1968], *Essays in the Theory of Risk Bearing*, North Holland
- Fama, E. F., [1976], *The Foundations of Finance*, Basic Books, New York
- Fama, E. F., och Miller, M., [1972], *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston, New York
- Forsgårdh, L.-E. och Herten, K., [1975], *Information, Förväntningar och Aktiekurser*, Ekonomiska Forskningsinstitutet, Stockholm
- Hirshleifer, J., [1970], *Investment, Interest and Capital*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs
- Lindbeck, A., [1976 a], "Dödsdom för Pluralismen", *Dagens Nyheter*, 25 mars
- [1976 b], "Medborgarfonder — En Skiss", *Dagens Nyheter*, 27 mars
- [1976 c], "Den Svenska Modellen" *Dagens Nyheter*, 15 augusti
- [1976 d], "Kan Pluralismen överleva?" *Ekonomisk Debatt*, årg 4, nr 5